

ESG.research

WORKING PAPER SULLA RELAZIONE TRA INVESTITORI E SETTORE IDRICO

FINANZA, UN BUCO NELL'ACQUA?



ASSOLOMBARDA

questo working paper

IL PROGETTO

Questo working paper è il risultato di un progetto di ricerca promosso da Gruppo CAP e sviluppato da ETicaNews tra maggio e luglio 2021.

OBIETTIVO

La ricerca è stata sviluppata per valutare il grado di connessione tra la finanza e il settore idrico, con particolare attenzione al comparto infrastrutturale, evidenziando le opportunità di crescita. Attraverso questo documento Gruppo CAP ambisce a promuovere il dialogo tra i principali player attivi sul fronte della finanza sostenibile (investitori attivi sul fronte equity e finanziatori attivi sul fronte debt market) e le “utility del Servizio Idrico Integrato (SII)”.

METODOLOGIA

Indagine di carattere qualitativo articolata attraverso l'organizzazione e l'elaborazione di interviste tailor made, che hanno coinvolto player finanziari e centri studi di caratura nazionale e internazionale.

GRUPPO DI LAVORO:

- Team Ufficio studi - ET.Group_ETicaNews
- Team External Relations & CSR – Gruppo CAP



Gruppo CAP gestisce il servizio idrico integrato sul territorio della Città metropolitana di Milano secondo il modello in house providing, cioè garantendo il controllo pubblico degli enti soci nel rispetto dei principi di trasparenza, responsabilità e partecipazione. Attraverso un know how ultradecennale e le competenze del proprio personale, coniuga la natura pubblica della risorsa idrica e della sua gestione con un'organizzazione manageriale del servizio idrico in grado di realizzare investimenti sul territorio e di accrescere la conoscenza attraverso strumenti informatici. Per dimensione e patrimonio il Gruppo CAP si pone tra le più importanti monoutility nel panorama nazionale.



ETicaNews è una testata di ricerca giornalistica specializzata, sviluppata all'interno di ET.Group, ESG Knowledge Company trasversale, dall'informazione, alla formazione, al data providing, alla consulenza strategica, riconosciuta dagli stakeholder quale benchmark Italiano di riferimento per il Sustainable investing, la finanza SRI e l'integrazione della sostenibilità all'interno della governance e identità aziendale.

Si ringrazia per il supporto



sommario

UNA STORIA ANCORA DA SCRIVERE

Alle origini della ricerca

pag. 4

SCENARIO DINAMICO

Le regole dell'acqua in Italia, in Europa e nel mondo

pag. 6

LA FINANZA ASPETTA GLI STRUMENTI

Analisi, evidenze e risultati

pag. 8

TAKEAWAYS

I 6 messaggi chiave della ricerca

pag. 17

LE INTERVISTE

Il contributo integrale dei protagonisti

pag. 18

BIBLIOGRAFIA

pag. 38

FINANZA E IDRICO: UNA STORIA ANCORA DA SCRIVERE

di Alessandro Russo

Presidente e AD Gruppo CAP

Finanza e idrico; è davvero un buco nell'acqua? Viene da chiederselo seriamente nel leggere le ricche pagine della ricerca che Etica News ha realizzato su impulso di Gruppo CAP e grazie alla preziosa collaborazione di Assolombarda. Di infrastrutture idriche e del loro rilievo strategico si è parlato a lungo durante la COP 26 di Glasgow e durante il G20 di Roma, solo per citare i due summit internazionali che hanno segnato la parte finale del 2021. E alcuni dati restituiscono in modo chiaro ciò di cui stiamo parlando e ci dicono quale sia la situazione delle risorse idriche globali: quattro miliardi di persone vivono in aree che soffrono di grave carenza d'acqua almeno un mese all'anno. E mentre fiumi e laghi sono in sofferenza, e la capacità di stoccaggio dell'acqua negli invasi si riduce dell'1% ogni anno, l'utilizzo di acqua potabile continua a crescere dell'1% ogni anno dal 1980. Si tratta di una questione di natura ambientale e infrastrutturale che finalmente sta entrando nelle agende dei decisori europei; ed è, credo, evidente a tutti che la transizione verso un'economia sostenibile e pulita non è nemmeno pensabile senza che sia garantita a tutti i cittadini un equo accesso all'energia, all'acqua, alle infrastrutture e alle tecnologie, e se tali risorse non sono equamente distribuite tra i paesi. Non solo, ma se la transizione non sarà gestita in maniera equa queste disparità potrebbero diventare più profonde e, in definitiva, irreversibili. Di questo la business community è perfettamente consapevole e il policy paper 2021 "Energy & resource efficiency" elaborato dalla Taskforce del B20 mette a fuoco in modo chiarissimo il ruolo strategico delle infrastrutture idriche nel processo di transizione a un'economia green e quanto, in questo processo, sia centrale il nesso acqua, energia ed economia circolare. Di qui l'invito a individuare strumenti finanziari in grado di sostenere lo sviluppo di infrastrutture che garantiscano l'equo accesso all'acqua e siano al contempo in grado di abilitare il passaggio da un'economia lineare a una circolare. Un richiamo che appare dunque la conseguenza di un'acquisita consapevolezza del ruolo sempre più strategico della finanza e in particolare della cosiddetta finanza ESG.

Fino a qui la politica e il dibattito tra policy maker. Ma se abbassiamo, per dir così, lo sguardo sui tavoli più operativi dove si incontrano la domanda e l'offerta dei capitali necessari alle imprese e alle utility per realizzare le infrastrutture, lo scenario cambia e non di poco. Ciò che colpisce tra i risultati della ricerca è proprio questa apparente discrasia tra la consapevolezza dello scenario (globale e locale) e delle questioni aperte e la pratica quotidiana di un business as usual in cui la materialità dell'idrico, per rimanere nel linguaggio utilizzato nelle pagine che seguono, è bassa se non nulla. Insomma, tutti d'accordo nel sostenere che l'infrastrutturazione idrica è sempre di più strategica e sempre di più rilevante nelle politiche economiche dei Paesi del G20 e in quelle delle economie emergenti, ma poi, alla prova dei fatti, tra finanza e mondo dell'idrico, per lo meno in



Italia, si assiste a un dialogo tra sordi. E le responsabilità, se di responsabilità ha senso parlare, mi paiono equamente distribuite tra imprese e mondo della finanza. Senza dubbio il mercato dell'idrico si presenta frammentato in modo ancora eccessivo. Troppi gestori, tra cui ancora molte amministrazioni comunali, e troppo piccoli; un nanismo che rende non solo difficile l'evoluzione del settore in chiave industriale e di conseguenza la realizzazione degli investimenti che sarebbero necessari per garantire efficienza al sistema, ma che genera diffidenza in potenziali investitori. E d'altra parte come fidarsi di un settore che è regolato da una legge che oltre 20 anni fa si proponeva di fare ordine nella giungla delle gestioni in economia dei comuni e ancora oggi è in buona parte disattesa. È un settore complesso quello idrico; fortemente regolamentato come non può che essere un monopolio naturale, largamente esposto alle dinamiche dell'opinione pubblica e della politica (come non pensare ai referendum e alle più recenti proposte di razionalizzazione del sistema) e, per la sua gran parte, in mano alla pubblica amministrazione locale.

Tre fattori che combinati rappresentano, mi pare, uno degli ostacoli percepiti dagli investitori e forse, almeno in parte, a buona ragione. L'ultima riforma delle amministrazioni pubbliche che ha riguardato anche le aziende che, come Gruppo CAP, sono società per azioni a totale controllo pubblico, ha, nei fatti, strutturato un sistema di vincoli e restrizioni che hanno portato gli investitori professionali a considerare le aziende cosiddette in-house come partner troppo complessi e troppo estranei alle logiche a cui sono abituati. La vicinanza alla pubblica amministrazione e alla politica, poi, si può tradurre in una instabilità della governance o di una sua dipendenza da logiche non prettamente industriali, con conseguenze facili da immaginare sugli aspetti reputazionali e per altro non mitigate da un dialogo franco ed evoluto con gli stakeholder finanziari. Non è un caso, dunque, che la principale fonte di finanziamento del servizio idrico rimanga la tariffa e di conseguenza le bollette e il sistema bancario. Se a ciò aggiungiamo che l'Italia ha le tariffe più basse di Europa, è facile capire qual è la causa del ritardo infrastrutturale da cui siamo afflitti.

Ma se è vero che una buona parte di responsabilità di questo apparente solco che si è scavato tra finanza e idrico, pesa sulle spalle del settore che rappresento, è altrettanto vero che dalla ricerca emerge anche una sorta di impreparazione del mondo finanziario nell'approcciare un mercato che per i più rimane uno sconosciuto. Regolazione e proprietà pubblica, lungi dall'essere limiti in sé, possono rappresentare, infatti, volani industriali formidabili in un contesto, come quello attuale, in cui il PNRR promette di dare una spinta al rilancio infrastrutturale del Paese. Le aziende pubbliche dell'idrico possono, in effetti, rappresentare motori capaci, se ben guidati, di gestire la traduzione, tutt'altro che scontata, degli investimenti in gare di appalto e cantieri, con il vantaggio di un dialogo diretto con tutti gli stakeholder territoriali locali che, spesso, se mal gestiti, sono uno dei fattori di maggiore freno alla realizzazione di progetti infrastrutturali complessi. Non solo, ma le infrastrutture dell'idrico e la capacità delle aziende più evolute del settore di essere soggetti abilitatori della transizione verso l'economia circolare, rappresentano a livello internazionale uno dei poli di attrazione più forti per i capitali che oggi sono in cerca di investimenti ESG. In questa prospettiva, la ricerca ci rivela una scarsa conoscenza del settore da parte della finanza e, di conseguenza, una difficoltà organizzativa nell'approcciare i potenziali clienti del mondo dell'acqua. Mancano figure esperte, mancano i settori e le linee di

business dedicati allo studio e alla gestione della industry (spesso fusi con quelli dedicati al mondo dell'energia), e infine manca l'abitudine al dialogo (questo per il vero da ambo le parti) tra due mondi che non sono abituati a frequentarsi. In questo forse sta anche la chiave per colmare per quanto possibile questo buco di cui si diceva in incipit.

Se da un lato il mercato dell'idrico deve farsi carico di una propria autoriforma per superare quelli che sono handicap oggettivi come le dimensioni ridotte e frammentazione, dall'altro il mondo della finanza dovrebbe puntare con più decisione le antenne verso aziende che fanno del loro essere pienamente industrie vicine ai territori il loro punto di forza. Un dialogo più trasparente è certamente possibile e in questo senso i framework elaborati a Bruxelles come la nuova proposta di Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e la Tassonomia UE ci vengono certamente in aiuto. Un'autentica opportunità per le aziende dell'idrico e per il mondo della finanza, che se si incammineranno insieme, come credo, sulla strada di un dialogo fruttuoso, potranno diventare senza dubbio protagonisti di primo piano della transizione green della nostra economia.

«SE [...] UNA PARTE DI RESPONSABILITÀ [...] PESA SULLE SPALLE DEL SETTORE CHE RAPPRESENTO, È ALTRETTANTO VERO CHE DALLA RICERCA EMERGE ANCHE UNA SORTA DI IMPREPARAZIONE DEL MONDO FINANZIARIO NELL'APPROCCIARE UN MERCATO CHE PER I PIÙ RIMANE SCONOSCIUTO»



LE REGOLE DELL'ACQUA IN ITALIA, IN EUROPA E NEL MONDO



Il quadro delle opportunità di investimento e degli strumenti di finanziamento sostenibili nel settore idrico in Italia appare in piena e rapida evoluzione, dietro la spinta di diversi fattori di sistema che stanno interessando il settore. Il primo fra questi, a fare da cornice generale, è rappresentato dalla crisi climatica, le cui conseguenze appaiono sempre più evidenti in tutta la loro portata. In tale contesto, la disponibilità della risorsa idrica è tra le prime vittime del cambiamento climatico, dell'inquinamento e dello sfruttamento incontrollato delle risorse naturali, su cui si giocherà una partita centrale nella riconversione ecologica dei sistemi economici. Assicurare la gestione sostenibile e il diritto all'acqua potabile è il sesto degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, dal cui raggiungimento dipendono altri obiettivi interconnessi, quali il contrasto ai cambiamenti climatici (obiettivo 13) e lo sviluppo di infrastrutture resilienti (obiettivo 9). La crisi pandemica ha evidenziato maggiormente la necessità di provvedere con estrema urgenza alla tutela degli ecosistemi naturali, anche attraverso l'accelerazione nell'agenda internazionale ed europea ad una più veloce transizione ecologica.

L'Unione europea ha da tempo fatto della gestione sostenibile dell'acqua uno dei cardini della sua agenda per la riconversione verde. Già la direttiva Cee 2000/60 aveva introdotto obblighi e obiettivi per gli Stati membri relativi all'inquinamento delle acque e l'utilizzo sostenibile delle risorse idriche. Dal gennaio 2021 la nuova direttiva Ue sulla Qualità dell'acqua (2020/2184) ha reso ancor più stringenti i criteri per la sostenibilità del ciclo idrico, inaugurando un approccio multilivello e con maggiori vincoli per i Paesi dell'Unione. La nuova normativa Ue sulle acque si inserisce nel quadro del Green Deal e degli investimenti per la transizione verde previsti nell'ambito del Next Generation EU e dei corrispondenti piani nazionali di ripresa e resilienza.

Una delle direttrici fondamentali dell'agenda europea per la riconversione ecologica del sistema economico è rappresentata dal modello di economia circolare. Garantire che dalla gestione del ciclo idrico si ricavi e si produca energia, fertilizzanti e altri prodotti da reimmettere nel sistema economico è uno degli sforzi che la maggior parte delle aziende del Servizio Idrico Integrato sta avviando negli ultimi anni. Investire in questi progetti "collaterali" rispetto alla sola gestione dell'acqua significa cogliere ogni opportunità per limitare il consumo di materia ed energia e per minimizzare scarti e perdite, a tutela di ambiente e società. Infatti, si sta confermando una cultura imprenditoriale di scambio e condivisione tra le aziende del SII e altre realtà produttive, nella convinzione che la sostenibilità sia uno strumento strategico per la crescita dell'azienda e del territorio in cui opera. Questo percorso sta permettendo

di valorizzare prodotti non più utilizzabili nella filiera alimentare attraverso il trattamento in alcuni impianti delle aziende del SII e producendo nuovo valore in termini di biogas, energia elettrica e chemicals organici.

Come si traducono questi elementi di contesto generale nella situazione italiana delle infrastrutture idriche e negli scenari possibili di investimento? Nel confronto europeo, l'Italia risulta prima in numeri assoluti per investimenti in economia circolare (con €1.945 milioni di euro), ma anche prima consumatrice di acqua potabile (156,5 metri cubi annui pro-capite) e fra i Paesi col più alto tasso di dispersione dell'acqua immessa in rete, che nel 2018 ha toccato quota 42%, pari a 156 litri di acqua persi al giorno per abitante. Le disfunzioni della rete infrastrutturale, unitamente alle significative disuguaglianze nei livelli e qualità dei servizi idrici fra il nord e il sud del Paese e ai notevoli ritardi nel rispetto degli standard Ue relativi al trattamento delle acque reflue, fanno dell'Italia un Paese con un livello di "stress" legato all'approvvigionamento e gestione delle acque di tipo medio-alto secondo i parametri Ocse. La costruzione di un modello di economia circolare nel settore idrico nel contesto italiano richiede quindi una mole ingente di investimenti per la manutenzione e ammodernamento della rete infrastrutturale, necessari a ridurre livelli di spreco così elevati, e insieme per l'introduzione delle tecnologie necessarie al trattamento delle acque reflue.

Secondo i dati Ocse riferiti al 2019, il finanziamento del settore idrico in Italia poggia in maniera preponderante sul pagamento delle bollette a carico degli utenti, con il contributo dei fondi pubblici che si attesta al di sotto del 20%. Tuttavia, le entrate garantite da tariffe e fondi pubblici spesso non assicurano i capitali necessari nel breve e medio periodo per il finanziamento degli investimenti richiesti per l'ammodernamento del sistema. In questo senso la finanza privata e degli investitori è chiamata a svolgere un ruolo importante, fornendo quei capitali che servono alle utilities del servizio idrico per gli investimenti programmati. In questo senso l'Italia registra ancora un ritardo, rispetto ad altri Paesi europei: secondo l'Ocse il peso del finanziamento attraverso strumenti di debito è fermo a circa il 10%. Eppure qualcosa ha iniziato a muoversi, in particolare sul versante dei prodotti obbligazionari.

Se il prestito bancario costituisce il canale di finanziamento alternativo prevalente nelle aziende che gestiscono il servizio idrico, in anni più recenti vi è stata una crescita degli strumenti obbligazionari, in particolare per le realtà aziendali di dimensioni maggiori e per le multiutility. Secondo il Blue Book 2021 sul servizio idrico integrato in Italia, a cura della Fondazione Utilitatis, sono 19 le società che hanno emesso prestiti obbligazionari, di cui 13 monoutility. Fra queste ultime, a parte tre soggetti di grandi dimensioni, le società emittenti sono aziende di medie dimensioni che hanno contratto obbligazioni dopo essersi costituite in un'unica società in grado di raggiungere le adeguate dimensioni finanziarie. Il grosso dell'ammontare dei finanziamenti analizzato è stato sottoscritto nel periodo 2005-2009, caratterizzato dallo scoppio della crisi finanziaria globale del 2008. Un aspetto, questo, che evidenzia bene il carattere anticiclico degli investimenti nel settore delle utility (Blue Book: p. 198). L'interesse crescente della finanza verso il settore è testimoniato anche dalla riduzione dei costi del finanziamento: il tasso di interesse medio per il debito sottoscritto nel 2015-19 è stato del 2,3%: in calo rispetto ai tassi medi del 2010-2014 (2,9%) e del 2005-2009 (4,7%). Come riportato dai dati Ocse, si è registrata una significativa crescita degli investimenti nel servizio idrico, pari al 55% dal 2012 al 2015, indirizzati per la gran parte all'ammodernamento del sistema fognario e delle infrastrutture per il trattamento delle acque reflue. Dal 2016 al 2019, gli

investimenti previsti attraverso le tariffe e i fondi pubblici ammontavano a 9,9 miliardi di euro. Nella programmazione presentata dal governo italiano per l'implementazione della direttiva Ue sulle acque reflue, gli investimenti annui attesi per l'installazione e il rinnovo degli impianti di raccolta e trattamento delle acque reflue urbane ammontano a 12 euro per abitante: terzultima nella classifica europea e largamente sotto la media Ue (40 euro per abitante). Ma secondo le stime dell'Ocse il fabbisogno complessivo di investimenti per le infrastrutture di distribuzione e sanificazione delle acque per l'Italia ammonterebbe a 12.270 milioni di euro per il 2030, secondo lo scenario che tiene conto dell'aumento della popolazione urbana, che arrivano fino a 39.063 milioni nello scenario che considera il pieno rispetto delle direttive europee sulla gestione e trattamento delle acque. Nonostante l'incremento degli investimenti in Italia negli ultimi anni, sono quindi necessari sforzi di maggiore portata per assicurare infrastrutture adeguate e in linea con le indicazioni europee. Ed è qui che la finanza privata può e deve ritagliarsi un ruolo, considerando, come ricorda il rapporto Ocse del 2020, che "risulta improbabile che il Paese sia in condizione di affidarsi a un incremento della spesa pubblica, viste le sue deteriorate condizioni fiscali".

Finanza privata che potrà coniugare e amplificare la spinta decisiva per gli investimenti nel settore idrico che arriverà grazie ai fondi stanziati dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Con un totale di 15,37 miliardi di euro, l'Italia spicca a livello Ue come il Paese che ha previsto il più elevato ammontare di risorse per il settore. Prioritari nel PNRR italiano sono i progetti per il miglioramento del grado di resilienza ai cambiamenti climatici e per la mitigazione del rischio idrogeologico, destinatari di circa otto miliardi di risorse, seguiti da 4,4 miliardi di euro dedicati al miglioramento del sistema di gestione delle risorse idriche, diretti soprattutto alla riduzione delle perdite nelle reti di distribuzione. Secondo le stime del Blue Book di Utilitatis, per ogni milione di euro di investimenti aggiuntivi si verrebbero a creare 11,4 posti di lavoro aggiuntivi.

**«[...] SONO QUINDI
NECESSARI SFORZI DI
MAGGIORE PORTATA
PER ASSICURARE
INFRASTRUTTURE
ADEGUATE [...]. ED È QUI
CHE LA FINANZA PRIVATA
PUÒ E DEVE RITAGLIARSI
UN RUOLO [...]»**

INTERESSE E VOLONTÀ, MA LA FINANZA ASPETTA GLI STRUMENTI

Spinte e iniezioni di carattere normativo, finanziario e fiscale; interesse crescente nei confronti del settore; ricerca costante da parte degli investitori di allocazione del proprio capitale in soggetti e, di conseguenza, in titoli e progettualità che rivestano potenzialmente il ruolo di enabler nella transizione sostenibile. Queste alcune

tra le principali evidenze “positive” rivelate dall’indagine, le quali vengono accompagnate dal riconoscimento di un’evidente distanza che caratterizza la relazione tra i player appartenenti all’industry finanziaria nel suo complesso e gli operatori, quali le utility pubbliche, attivi nella progettazione, gestione e manutenzione di infrastrutture idriche. L’indagine rivela infatti un gap che si articola principalmente in termini di engagement, conoscenza del settore e delle sue potenzialità e soprattutto in termini di assenza di materialità da parte della finanza privata rispetto al tema idrico, a differenza degli altri settori infrastrutturali (trasporti, energia etc...).

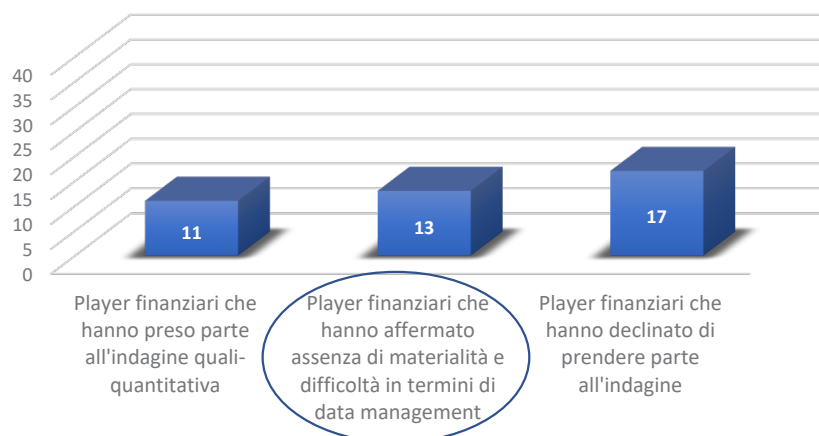
MATERIALITÀ

All’interno di questo documento con “materialità” si intende il grado di interesse, rilevanza, impatto o influenza di un determinato aspetto o topic all’interno della visione e strategia dei soggetti intervistati.

Assenza di materialità

Un’assenza di materialità da parte degli investitori, riscontrabile oltre che nei contenuti delle interviste, anche nella fase di engagement del campione che ha accompagnato sia il sondaggio quantitativo che l’indagine qualitativa. Su 40 soggetti finanziari selezionati e chiamati in causa ai fini dell’indagine, 17 non hanno accettato la sfida di misurarsi sul tema, mentre, dato ancor più interessante ai fini della ricerca, 12 soggetti hanno declinato affermando, quale causa principale all’origine della loro impossibilità a partecipare all’indagine, l’assenza di materialità rispetto al tema idrico da parte della propria organizzazione. Un’impossibilità che in alcuni casi risulta essere circoscritta geograficamente agli investimenti in aziende e progetti infrastrutturali idrici in Italia. A conferma di questa assenza di materialità, alcuni tra i soggetti interpellati hanno affermato inoltre l’assenza e il mancato tracciamento di dati quantitativi relativi agli investimenti nel comparto idrico.

Le risposte del campione selezionato



LA RICERCA

Considerato il mutamento di scenario che contraddistingue gli investimenti infrastrutturali, compresi quelli legati al settore idrico, che vede da un lato una storica iniezione di spesa del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (Pnrr) approvato dal Governo e dall'altro una crescente connessione tra finanza ed economia reale, trainata dalle dimensioni environmental, social & governance (Esg), l'indagine ha preso in esame il grado di commitment di investitori e finanziatori nei confronti del settore idrico e delle aziende attive all'interno del ciclo idrico integrato. Le evidenze della ricerca hanno dato forma a un termometro innovativo sul fronte dell'engagement Esg, tentando di misurare e fotografare le attuali e future attenzioni, relazioni e percezioni che caratterizzano i detentori e catalizzatori di capitale, tra cui investitori e finanziatori, e gli operatori del settore idrico. Un comparto le cui caratteristiche strutturali, in termini di investimenti sia in essere che futuri impongono, in particolare nello scenario odierno, un afflusso di capitali verso imprese attive nella progettazione, gestione e manutenzione di infrastrutture idriche sostenibili.

LA METODOLOGIA

Trattando la ricerca un tema di carattere altamente specifico e di frontiera, l'indagine di carattere prettamente qualitativo realizzata tra maggio e luglio 2021, ha voluto comunque esplorare gli stakeholder interessati anche attraverso un sondaggio di carattere quantitativo. Per tale ragione la ricerca si è articolata in due fasi:

Analisi quantitativa:

Attraverso l'utilizzo del tool Qualtrics è stato elaborato un questionario composto da 18 domande, suddivise in tre aree tematiche, rispettivamente "Infrastrutture sostenibili for circular economy", "Utility pubbliche come opportunità e infine "Lo sguardo e il commitment della finanza", che è stato destinato a circa 40 soggetti selezionati, all'interno di un panel eterogeneo composto da Asset Manager, Asset owner, Banche e Think Thank selezionati.

Analisi qualitativa:

La parte core dell'indagine si è sviluppata attraverso l'organizzazione e l'elaborazione a cura dell'Ufficio studi di ETicaNews di nove interviste, rivolte a player di carattere nazionale e internazionale riportate integralmente nella sezione "Lo sguardo della finanza" del presente Paper. Nove interviste dettagliate, alle quali hanno preso parte figure con ruoli di responsabilità di tre Asset Manager, tre banche attive sul fronte corporate finance, una banca operante nel comparto dell'investment banking e un Think Thank indipendente. Di seguito vengono illustrate le evidenze principali emerse dall'analisi quali-quantitativa, con particolare accento sui risultati emersi dalle interviste.

SOGGETTO INTERVISTATO	INDUSTRY DI RIFERIMENTO*
Banco BPM SpA	Banking
Banca Finint	Banking
BNP Paribas Asset Management	Asset Management
Decalia Asset Management SIM SpA	Asset Management
DWS Group	Asset management
Inarcassa	Pension Funds
Intesa San Paolo	Banking
ESG European Institute	Research
Società Anonima**	Investment Banking

*Nel caso dei soggetti bancari intervistati, trattandosi di player attivi su fronti di business trasversali all'interno del comparto finanziario, le risposte potrebbero non fare riferimento esclusivamente al comparto Corporate Finance.

**Per ragioni attinenti alle politiche di disclosure e comunicazione esterna una tra le 9 società intervistate ha espresso la preferenza a partecipare in forma anonima alla ricerca.

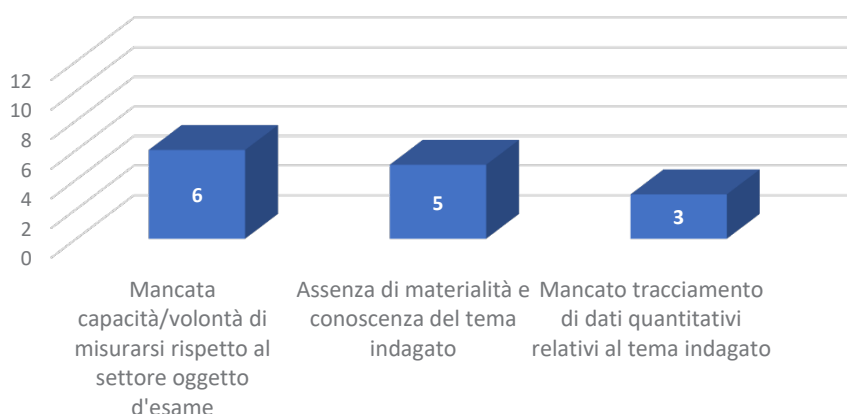
Dove nasce la distanza tra acqua e finanza

All'origine del GAP

Il primo aspetto emerso dunque dall'indagine, e ancor prima dalla fase di engagement, ha messo in risalto un'evidente distanza tra i soggetti appartenenti alla filiera finanziaria e il settore idrico nel suo complesso. Un gap di assoluta attualità nonostante il 100% (9 su 9) dei soggetti intervistati abbia dichiarato l'attuale, e in prospettiva sempre più crescente, interesse da parte della finanza privata nell'investire in questo settore e nelle aziende operanti nel campo delle infrastrutture idriche. Partendo da questo presupposto la ricerca ha voluto indagare ed esaminare le ragioni peculiari all'origine di questa distanza, che distingue in Italia il settore idrico rispetto agli altri comparti infrastrutturali. Nonostante il quadro dipinto appaia complesso e caratterizzato da una molteplicità di variabili ed elementi, in molti casi di natura strutturale e di percezione comune, quattro sono le ragioni principali individuate dagli operatori finanziari, all'origine del gap descritto. Il mancato appealing in termini reddituali e di conseguenza d'investimento sia sul fronte equity sia sul fronte debito appare motivato da:

- 1) complessità e mancata uniformità normativa del settore;
- 2) gestione pubblica della risorsa idrica;
- 3) problematiche legate a governance e impianto regolatorio;
- 4) gestione frammentata

Quali ragioni all'origine del gap?



Se da un lato le evidenze sottolineate si affermano con forza quali principali cause ed elementi di carattere strutturale all'origine del gap tra finanza privata e settore idrico; dall'altro le interviste hanno messo in risalto tra le ragioni che alimentano questa distanza anche fattori che riguardano la maturità degli operatori finanziari. A questo proposito, due tra gli operatori intervistati hanno posto l'attenzione sull'assenza di conoscenza e materialità del tema idrico, indicando l'assenza di policy formalizzate ad hoc in merito agli investimenti idrici tra le cause all'origine del gap descritto. Inoltre, gli intervistati hanno evidenziato all'origine delle difficoltà di dialogo, da un lato, il marginale ricorso alla capitalizzazione e di conseguenza la scarsa presenza sui mercati dei capitali, e, dall'altro, la mancanza di capacità e strumenti di carattere commerciale e comunicativo da parte degli emittenti, in grado di favorire la comprensione della sostenibilità progettuale sia in chiave Esg che in ottica finanziaria. Limiti quest'ultimi legati anch'essi alle complessità e criticità di carattere normativo e di governance che contraddistinguono il settore.

È un problema di governance

«Non si tratta dunque di un problema legato agli investimenti ma si tratta prevalentemente di un problema di governance. Assistiamo a una sovrapposizione di criticità normative, di regolazione e gestionali». Questa citazione tratta dall'intervista rilasciata da Gianluca Minella Director – Infrastructure Research & Strategy di Dws Group, rappresenta il giudizio che lega in maniera abbastanza unanime gli intervistati, come si evince

dai riscontri. Una problematica ampia, complessa e trasversale determinata da variabili spesso di natura storica e strutturale, approfondite nel corso delle interviste in maniera granulare, attraverso la separazione di tre dimensioni: normativa, regolatoria e gestionale.

Disomogeneità normativa

Cinque tra i soggetti intervistati hanno dichiarato tra le principali cause all'origine del gap che limita gli investimenti privati nel settore idrico la «complessità e mancata uniformità normativa» che disciplina il settore. Una complessità normativa che, oltre alla differenza su scala regionale che contraddistingue il settore, tre player finanziari affermano essere stata alimentata dalla legge Galli, che ha generato maggiori difficoltà da parte dei player finanziari nell'affiancare le utility locali. La natura pubblica della risorsa idrica, come affermato da tre intervistati, viene individuata come origine del mancato o scarso appeal reddituale. Un appeal che ha subito un'altra battuta d'arresto a seguito del referendum del 2011, che ha abrogato «sia la norma relativa alla necessità di affidamento del servizio idrico mediante gara, che la norma che disciplinava la determinazione della tariffa per l'erogazione dell'acqua, nella sua componente che prevedeva la remunerazione del capitale investito dal gestore».

Le ragioni della distanza



Maturità regolatoria

Il secondo elemento evidenziato riguarda invece il processo di evoluzione e l'attuale grado di maturità regolatoria che contraddistingue il settore idrico. Su questo fronte, cinque soggetti finanziari, individuano nell'attuale impianto di regolazione una tra le principali cause all'origine del limitato investimento privato. Secondo quanto affermato da Banca Finint, infatti, il «processo di stabilizzazione regolatoria che ha contraddistinto il Sistema Idrico Integrato sia dal punto di vista tariffario sia per quanto riguarda la dinamica del subentro» con conseguente «rallentamento del processo di differenziazione delle fonti di finanziamento rispetto al canale bancario» rappresenterebbe la causa del limitato interesse da parte degli investitori. L'assenza di regole chiare e certe, unita ai rischi di incappare in contenziosi legali e, soprattutto, la mancanza di sicurezza di rendimenti adeguati rappresentano senz'altro un elemento di paura o percezione della stessa da parte degli investitori. Secondo quanto riportato da Dws «il processo di modernizzazione della governance si è interrotto, con un sistema che resta frammentato da un punto di vista gestionale, rispetto a quelle che sarebbero le esigenze di efficienza ed economicità (con riferimento alle tariffe, ndr)».

Gestione frammentata

L'ultimo tra gli elementi evidenziati dalla ricerca relativi ai caratteri di governance riguarda sicuramente la

La volontà di un intervento immediato

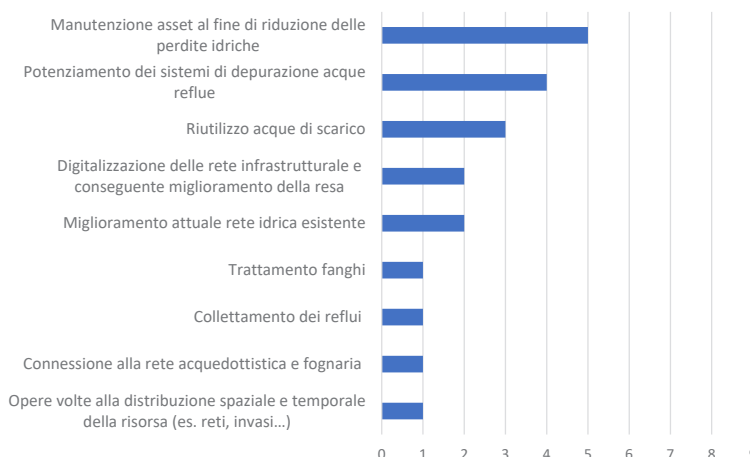
gestione frammentata e locale del servizio idrico integrato. Nonostante venga riconosciuto come negli ultimi anni sia in atto un «processo di aggregazione delle gestioni, ivi inclusa la nascita di reti che interconnettono i diversi gestori del SII» la frammentazione e di conseguenza le caratteristiche in termini di dimensioni e di strumenti adeguati dei gestori rimane senz'altro un tema cruciale e al tempo stesso distintivo del panorama idrico italiano.

La presenza sul mercato di oltre 700 gestori, di cui soltanto circa 70/75 in affidamento e il restante gestito in economia, viene individuato da parte degli investitori quale alimentatore della frammentazione normativa e di conseguenza dello scarso appealing finanziario. Inoltre, è sempre più frequente notare come le utility di grandi dimensioni stiano portando avanti delineati piani di sviluppo del servizio idrico grazie anche all'acquisizione di competenze specifiche e tecniche. All'interno del quadro nazionale è riscontrabile quindi che le aziende di grandi dimensioni del SII stanno accrescendo il proprio know-how in modo esponenziale e diversificato, cosa che invece non riescono a garantire e a permettersi le aziende di piccole dimensioni. Questo gap di competenze sta determinando una crescente dipendenza delle piccole aziende da quelle più grandi con un dispendio di risorse e capitali.

Volontà e necessità d'intervento

Nonostante il gap tra finanza privata e sistema idrico integrato emerga dalla ricerca quale assunto di partenza e al tempo stesso come fatto acquisito, le interviste hanno messo in risalto, di converso, l'interesse, la volontà

Materialità aree d'intervento



e, persino la necessità d'intervento, anche alla luce delle spinte normative, finanziarie e di scenario che contraddistinguono il climate change, la transizione energetica e la finanza sostenibile. Gli intervistati infatti sembrano concordi nel ritenere che gli «investimenti nel servizio idrico presentano [...] chiari benefici da un punto di vista ambientale, spesso supportando la mitigazione degli effetti del cambiamento climatico». Su questo fronte la ricerca ha indagato quali siano le principali aree d'intervento e materiali individuate dai player finanziari, che rappresentano, e potranno rappresentare sempre di più, volani e trend d'investimento. La riduzione delle perdite idriche e il potenziamento dei sistemi di depurazione delle acque reflue rappresentano gli elementi maggiormente materiali dal punto di vista degli investitori, sia lato equity che sul fronte del debito. Evidenze che traggono le proprie origini anche dalla rivoluzione sostenibile degli ultimi anni, rispettivamente dall'attenzione alla gestione oculata di una risorsa per natura scarsa come quella idrica e in secondo luogo dalla spinta fornita dall'economia circolare. Un ulteriore dato degno di nota riscontrabile risulta essere la preferenza accordata dagli investitori alla modernizzazione, digitalizzazione ed efficientamento delle attuali infrastrutture idriche esistenti, rispetto alla progettazione e realizzazione di nuove reti.

Nel mirino degli investitori

Entrando nel merito degli elementi materiali monitorati e presi in considerazione nella scelta delle strategie d'investimento o del portafoglio finanziamenti da parte dei player finanziari coinvolti la ricerca ha indagato

lo sguardo della finanza rivolto alle aziende, in particolar modo alle utility pubbliche attive all'interno del sistema idrico integrato. Che cosa cercano investitori e finanziatori in un'azienda e nella pianificazione di un progetto attinente al settore idrico di carattere infrastrutturale?

Tra i riscontri emersi degna di nota è sicuramente la richiesta da parte della finanza di aziende e progetti di carattere infrastrutturale che soddisfino sia i specifici requisiti Esg, sia criteri di sostenibilità di carattere finanziario e reddituale. Un risultato che da un lato conferma la sostenibilità, come già affermato in sede di scenario, quale enabler di un attuale e potenziale riavvicinamento tra finanza e settore idrico e dall'altro (come si evince anche dalle risposte fornite da tre soggetti intervistati, che hanno dichiarato di monitorare «società con buona visibilità di utili e resilienti») la necessità da parte delle imprese di comunicare efficacemente dati contabili e business plan chiari e attraenti. Un ulteriore dato interessante emerso dall'indagine rivela inoltre l'attenzione da parte degli investitori nei confronti di aziende e progettualità che siano attivi su trend di lungo periodo e godano, possibilmente, di un basso livello di copertura sell-side.. Due tra i soggetti intervistati, attivi sul fronte dell'asset management, dichiarano infatti di monitorare con attenzione le società allo stato attuale meno comprese e note dal mercato, al fine di sfruttare opportunità legate alle inefficienze di prezzo. Se da un lato questa strategia risponde a una logica abbastanza nota per i gestori attivi specializzati nella creazione di valore, dall'altro rappresenta un'opportunità per la filiera del sistema idrico integrato italiano, soprattutto per le aziende in procinto di affacciarsi sul mercato dei capitali.

Cosa cerca la finanza?



Enabler per la finanza

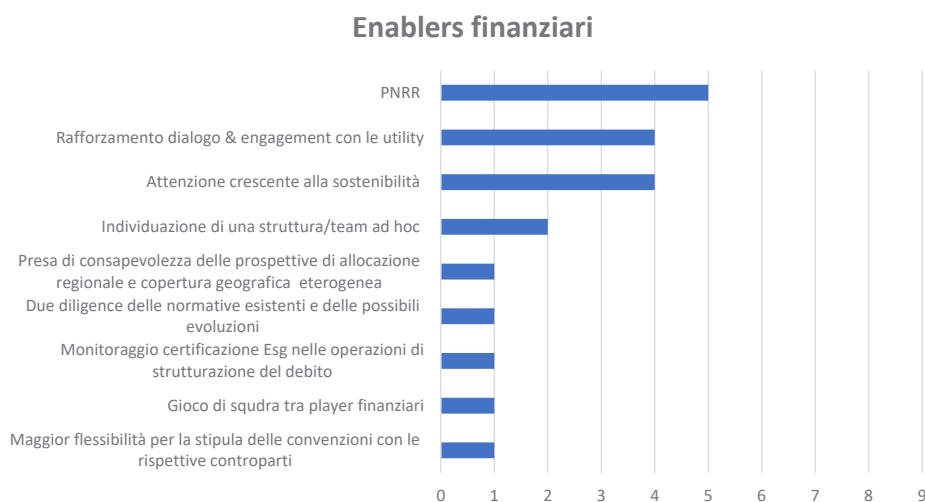
Alla luce di quanto evidenziato, la ricerca non si è limitata esclusivamente a fotografare lo stato dell'arte relativo al grado di vicinanza o distanza esistente tra l'industry finanziaria e le aziende attive sul comparto infrastrutturale idrico. Oltre ad evidenziare l'attuale distanza tra i due mondi, le ragioni che ne sono all'origine, e a metterne in luce il crescente interesse da parte degli investitori per il comparto idrico, l'indagine, ha voluto, infatti, fare un passo in più andando ad analizzare quali siano i fattori e le opportunità in grado di facilitare e favorire un dialogo e di conseguenza una crescita in termini di investimento. In prima battuta l'analisi ha focalizzato la sua attenzione nei confronti degli "enablers" in capo alla finanza per poi focalizzarsi su quelli di carattere sistemico. In linea con quanto descritto nelle pagine precedenti, le interviste rivelano il punto di vista della finanza, che individua in primo luogo nel Pnrr (5 tra i soggetti intervistati) e nella crescita costante di attenzione nei confronti delle sostenibilità da parte dei mercati (4 tra i soggetti intervistati), i due principali driver volti a facilitare la crescita in termini di materialità del comparto infrastrutturale idrico e di mole investita o impiegata nelle utility. Per quanto concerne la spinta fornita dal Pnrr, diversi operatori sottolineano come essa possa rappresentare un importante volano per favorire la crescita d'investimenti "mix" pubblico-privati. Oltre a questi elementi che assumono anche caratteri sistemici, i player finanziari pongono particolare attenzione

I fattori che possono agire da “ponte”

sul rafforzamento delle pratiche di dialogo ed engagement con le utility attive sul fronte idrico. Quattro tra i soggetti intervistati, infatti, ritengono che il rafforzamento delle pratiche di engagement, ad oggi ancora poco formalizzate sul fronte idrico (dato evidenziato all'interno del paragrafo “All’origine del Gap”), rappresenti un elemento chiave al fine di favorire la conoscenza sia sul fronte identitario che progettuale tra soggetti finanziari e operatori del settore. È in quest’ottica che si inserisce l’individuazione della necessità interna ai soggetti finanziari di strutturare un team ad hoc, che copra e monitori il settore idrico in particolare o quanto meno il comparto infrastrutturale. Tra gli “enablers” degna di nota è sicuramente la necessità di fare gioco di squadra tra gli operatori finanziari, sviluppando operazioni d’investimento o finanziamento multilaterali.

Gli strumenti finanziari.

Al fine di ridurre la distanza tra l’industry finanziaria e il settore idrico, l’indagine individua quale elemento fondamentale la differenziazione delle fonti di finanziamento da parte degli operatori e delle utility rispetto alla predominanza del solo canale bancario. Un elemento necessario alla luce della mancata esaustività degli impieghi bancari nel finanziare progettualità di lungo periodo con ingente ammontare di capitale. Le interviste rivelano dunque come la mancata esaustività degli impieghi bancari, unita al mancato raggiungimento da parte delle entrate tariffarie di copertura degli investimenti infrastrutturali, chiamino in causa la necessità di diversificare le forme di finanziamento, attraverso il coinvolgimento di investitori finanziari istituzionali



focalizzati sul comparto infrastrutturale. In questo scenario la ricerca ha sondato il sentiment dei player coinvolti, indagando quali strumenti, strategie e prodotti finanziari oggi presenti sul mercato possono rappresentare un’opportunità per gli operatori della filiera idrica. Se da un lato le evidenze della ricerca non negano l’importanza del ricorso al canale bancario quale fonte di accaparramento di capitali, soprattutto per quanto riguarda investimenti di breve medio periodo e per ragioni di diversificazione dell’esposizione debitoria, dall’altro l’adozione di strumenti di debito sostenibile viene ritenuta da parte degli intervistati come l’opportunità maggiormente interessante per gli operatori attivi sul comparto idrico. Un dato che conferma la sostenibilità quale fattore abilitante anche sul fronte dell’adozione di strumenti finanziari. Gli operatori, anche alla luce delle differenze interne al campione di riferimento, individuano inoltre diverse altre fonti di finanziamento. Oltre allo sviluppo di finanziamenti agevolati, degne di nota e di frontiera risultano senz’altro le operazioni multilaterali o di coinvestimento. Operazioni finalizzate a progetti di lungo periodo, che vedono il coinvolgimento di Banche di sviluppo multilaterali (e.g. BEI), nazionali (e.g. CDP), fondi pensione e altri fondi d’investimento infrastrutturale. Viene inoltre evidenziato, tra le opportunità, anche il ricorso ai “capitali pazienti” che chiamano in causa imprese di assicurazione, fondi pensione, fondazioni bancarie e fondi sovrani.

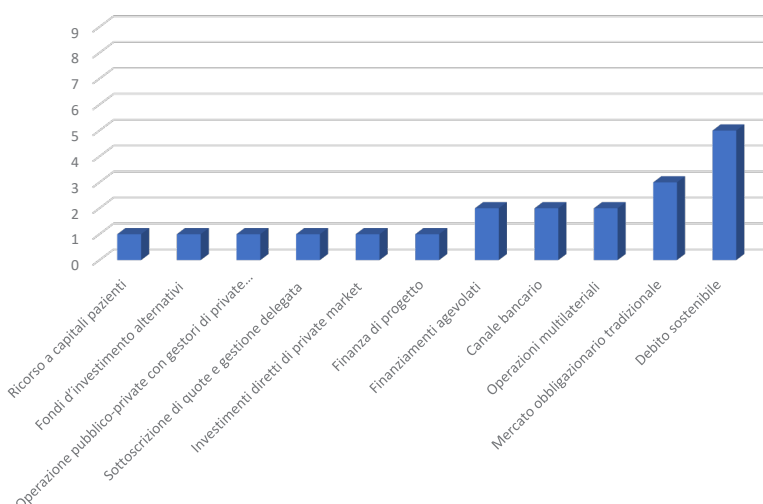
Debito sostenibile

Attraverso la lente d'ingrandimento del ricorso al debito sostenibile emerge da parte degli intervistati un riconoscimento "maggioritario" nei confronti della rilevanza del ruolo attuale e potenziale dei bond Esg, unitamente ai loans sostenibili, quali strumento per favorire il progressivo avvicinamento tra capitali finanziari e imprese attive sul fronte idrico. Un giudizio che trae le sue origini dalla convinzione che tali strumenti di finanziamento possano sostenere gli investimenti nel servizio idrico integrato permettendo alle società stesse di porre «l'accento sulle tematiche di sostenibilità dei propri investimenti e dall'altro aumentando o l'appeal di tali strumenti per investitori di primario standing a livello internazionale». Se da un lato però i soggetti intervistati evidenziano una domanda crescente di debito sostenibile corporate degli investitori istituzionali, dall'altro viene sottolineato come il «profilo ESG dell'emittente non può prescindere dalla qualità creditizia dello stesso e della solidità progettuale».

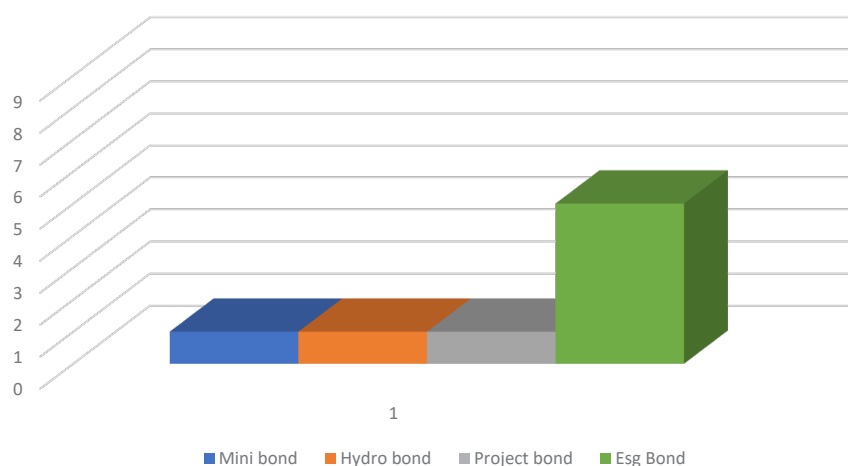
Enablers di sistema e leve future

A seguito della fotografia scattata dall'indagine in relazione ai fattori abilitanti e i possibili strumenti, prodotti e strategie finanziarie ad hoc, il contributo fornito dai player intervistati ha consentito di tracciare alcuni enablers e leve future che assumo carattere sistemico. La crescente attenzione in merito alla sostenibilità e, di conseguenza, la necessità di infrastrutture sostenibili e resilienti, unita all'iniezione

Opportunità di finanziamento



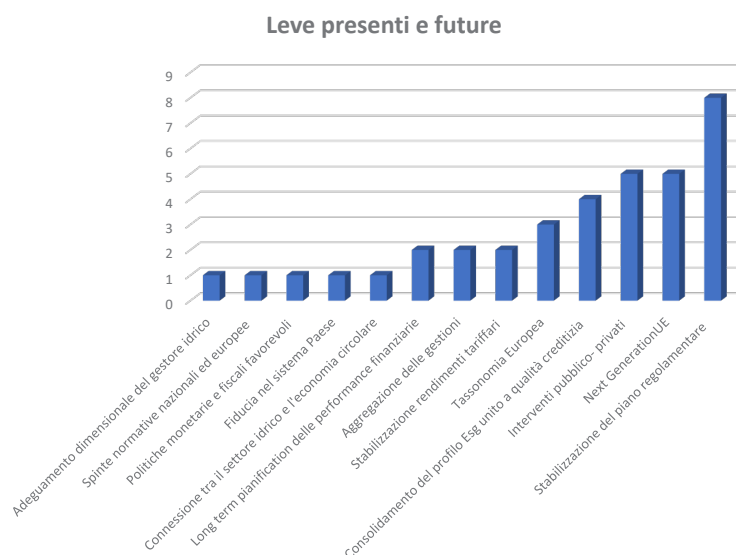
Focus sul debito sostenibile



Le leve future a livello di sistema

finanziaria europea (NextGeneration EU) e su scala nazionale (Pnrr), hanno ritratto un quadro sintetico dei fattori in grado di abilitare la potenziale e in parte già attuale crescita del grado di materialità degli investimenti idrici.

La stabilizzazione e la modernizzazione dell'apparato regolatorio rappresenta senz'altro l'elemento principale riconosciuto dagli investitori come cruciale (8 su 9) al fine di favorire la crescita in termini di afflusso di capitali verso il settore idrico. Una stabilizzazione che gli operatori finanziari identificano in primo luogo nella necessità di stabilizzazione dei rendimenti tariffari, e in secondo luogo nel processo di aggregazione dei gestori idrici, oltre che dall'iniezione all'interno del sistema di gestori privati o società miste pubbliche e private. Un'aggregazione che secondo quanto evidenziato dalle interviste è già in parte stata messa in atto da parte di Arera, anche mediante la nascita di reti (e.g. consorzi) che interconnettono i diversi gestori del SII, superando in parte il problema dimensionale. Un ulteriore aspetto di carattere sistemico che emerge dall'indagine è sicuramente rappresentato dalle spinte normative e finanziarie su scala europea e nazionale. Tre operatori intervistati dichiarano, ad esempio, come l'avvento della tassonomia europea possa rappresentare un volano in termini d'investimenti, favorendo l'afflusso di capitali verso aziende operanti nel settore idrico. Dal punto di vista di scenario e percezione un ulteriore dato sottolineato dai soggetti intervistati evidenzia il legame tra gli investimenti in economia circolare e quelli attinenti al settore idrico, tra i potenziali driver della futura crescita in termini di flusso di capitale.



I 6 MESSAGGI CHIAVE DELLA RICERCA

UN GAP ESISTENTE

Il 32% dei player ingaggiati ha declinato l'indagine a causa di assenza di materialità e difficoltà in termini di data management

SCARSO APPEALING REDDITUALE

Il mancato appealing in termini d'investimento trae le sue origini da ragioni di carattere strutturale. Tra queste si riscontrano la disomogeneità territorial e normative e le problematiche legate alla governance, alla regolazione e alla frammentazione nella gestione

INTERESSE LATENTE

La ricerca evidenzia l'interesse da parte degli investitori nei confronti del settore e di specifiche progettualità in particolare: manutenzione asset al fine di riduzione delle perdite idriche; potenziamento dei sistemi di depurazione acque reflue e riutilizzo acque di scarico

LE UTILITY RICERCATE

Oltre alle progettualità volte a contrastare carenza idrica, inquinamento, cambiamenti climatici, urbanizzazione, invecchiamento delle infrastrutture, e incremento di consumo idrico, gli investitori dichiarano di porre particolare attenzione nelle utility in grado di soddisfacimento di criteri ESG specifici, oltre a criteri finanziari, ricercando società con buona visibilità degli utili e resilienti

GLI STRUMENTI FINANZIARI AD HOC

Oltre al canale bancario, gli operatori evidenziano quali opportunità maggiormente interessanti al fine dell'accesso al capitale, della sottoscrizione di debito sostenibile e delle operazioni multilaterali e di cofinanziamento.

I FATTORI ABILITANTI AL DIALOGO

- Stabilizzazione del piano regolamentare
- Interventi pubblico-privati, dettati anche dalle spinte normative
- Consolidamento del profilo ESG unito a qualità creditizia

LE INTERVISTE DEI PROTAGONISTI

All'interno di questa sezione vengono riportate integralmente le interviste rilasciate da:

- Banca Finint
- BNP Paribas Asset Management
- Banco BPM
- Decalia Asset Management
- DWS Group
- ESG European Institute
- Inarcassa
- Intesa San Paolo
- Società di investment banking (anonima)

BANCA FININT

Alberto Nobili, Head of Corporate Structured Debt & Equity Capital Market - Banca Finint

Nicolò Andreotti, Corporate Structured Debt - Banca Finint
Alberto Trivelli, Corporate Structured Debt - Banca Finint

Stato attuale della distanza tra investitori e settore idrico in Italia. Quali sono secondo lei le ragioni del distacco fra investitori e mondo idrico? Perché spesso non è un tema materiale?

Fino a qualche anno fa il Sistema Idrico Integrato (SII) attraversava un processo di stabilizzazione regolatoria che riguardava sia l'aspetto tariffario che la dinamica del subentro, che in parte precludeva l'interesse di una serie di investitori, rallentando il processo di differenziazione delle fonti di finanziamento degli operatori rispetto al solo canale bancario. Inoltre, sotto il profilo dimensionale, molti operatori del SII possono risultare troppo piccoli per attrarre l'interesse di investitori che hanno determinate esigenze in termini di ticket minimo d'investimento. Se, ad oggi, tali criticità sono state avvertite solo limitatamente dagli operatori, ciò è stato soprattutto grazie al forte appoggio da parte del sistema bancario domestico, che tuttavia difficilmente riesce a raggiungere, soprattutto in termini di durata, condizioni comparabili a quanto investitori finanziari istituzionali focalizzati sul settore infrastrutturale riescono ad offrire. Negli ultimi anni si è assistito ad un progressivo avvicinamento degli investitori finanziari (e.g. banche multilaterali di sviluppo, fondi d'investimento) al Sistema Idrico Integrato, grazie soprattutto all'opera di progressiva stabilizzazione del quadro regolatorio svolta in primis da ARERA e al processo di aggregazione delle gestioni, ivi inclusa la nascita di reti (e.g. consorzi) che interconnettono i diversi gestori del SII, superando in parte il tema dimensionale. Di conseguenza, negli ultimi anni stiamo assistendo ad un crescente interesse verso il settore da parte di investitori istituzionali italiani ed esteri come dimostrato, tra le altre, dalle positive esperienze di Viveracqua Hydrobond 1, 2 e 2020.

C'è un ritardo specifico nel caso italiano nel settore idrico? Ci sono delle ragioni strutturali a suo avviso?

Il Servizio Idrico Integrato in Italia, sia per ragioni storiche che per la necessità di gestire un territorio estremamente complesso e disomogeneo, che a volte vede alternarsi mare, pianura, collina e montagna nel giro di pochi chilometri, oltre ad una serie di ulteriori complessità dal punto di vista idrogeologico, sconta una estrema frammentazione tra diversi gestori. Se pure negli ultimi anni si sono viste numerose aggregazioni (si stima che dal 2016 al 2020 le gestioni idriche in Italia si siano ridotte di oltre 200 unità arrivando a circa 1150 nel 2020); tale frammentazione, seppur giustificabile da un punto di vista tecnico-gestionale, può ancora allontanare investitori finanziari che necessitano di ticket minimi di investimento consistenti (a partire da c. €30m per singolo progetto). Sotto il profilo delle fonti di finanziamento a debito, gli operatori italiani, comparati con gli omologhi europei ed al netto di alcuni player del nord Italia (e.g. gli operatori del Veneto, che ormai da qualche anno hanno aperto alla presenza di investitori infrastrutturali internazionali quali BEI tra i propri finanziatori, accanto al più tradizionale canale bancario) presentano ancora una limitata diversificazione delle fonti di finanziamento, con una forte concentrazione verso il mondo bancario domestico, in parte ereditata dai primi anni 2000, quando il SII era in larga parte gestito dai comuni o da operatori di dimensione molto limitata che non avevano la possibilità di affacciarsi ai mercati internazionali. Va tuttavia segnalato come la dipendenza dal canale bancario non sia una specificità del settore idrico, ma rappresenta una caratteristica generale del sistema finanziario italiano comparato con le principali economie europee (e.g. Germania, Francia, Regno Unito).

Quali sono dal vostro punto di vista le opportunità del settore idrico?

A nostro avviso, considerata la natura a lunghissimo termine (spesso superiore a 20-30 anni) di alcuni investimenti realizzati nel SII, gli operatori dovrebbero approfittare dell'attuale situazione di mercato per recuperare fonti di finanziamento che abbiano un profilo coerente con gli investimenti che intendono realizzare. La finanza bancaria fornisce sicuramente una fonte da preservare, sia in ottica di diversificazione, sia per sostenere gli investimenti a corto e medio termine (fino a 10-12 anni), ma a nostro avviso difficilmente si sposa con gli investimenti aventi orizzonte temporale più lungo. Tali investimenti, non necessariamente "bancabili", possono essere finanziati, al fine di raggiungere un virtuoso matching fonti-impieghi, da soggetti più propensi a fornire finanza "paziente", come le grandi banche multilaterali di sviluppo (e.g. BEI), nazionali (e.g. CDP), i fondi pensione altri fondi d'investimento infrastrutturale che scontano già all'interno dei propri modelli di business la natura di lungo periodo degli investimenti finanziati. In generale, Banca Finint sostiene la bontà di un sistema attento alle specificità morfologiche del territorio, ma evidenzia la necessità di "far squadra" tra i vari

gestori, pur conservando la vicinanza all'utenza finale e agli enti locali, al fine di superare il tema dimensionale, anche allo scopo di beneficiare delle importanti risorse messe a disposizione dal Pnrr. Nelle operazioni Viveracqua Hydrobond siamo lieti di aver portato tutti questi soggetti al tavolo, consentendo alle società del SII veneto di finanziarsi con scadenze di lungo termine, che ben si sposano con i loro investimenti.

Avete come strategia quella di sviluppare policy ad hoc in determinati settori di investimento?

Banca Finint fin dalle prime operazioni Viveracqua Hydrobond pone un'attenzione del tutto particolare al settore, affiancando le società di gestione del SII sia come strutturatore di operazioni finanziarie, sia come finanziatore, sia coinvolgendo altri finanziatori internazionali e territoriali, tramite partnership consolidate con investitori specializzati infrastrutturali.

Avete un dialogo con le utilities sul fronte idrico o su quello dell'economia circolare?

Da qualche anno a questa parte, il dialogo costante che Banca Finint intrattiene con gli operatori del Servizio Idrico Integrato principalmente del nord e del centro Italia, così come con le multiutility del territorio, si è arricchito con un crescente focus sugli aspetti di sostenibilità ambientale dei rispettivi piani di investimento.

Quanto incide l'identità ESG dell'azienda per le scelte di investimento? Nel settore idrico il profilo di sostenibilità può incidere maggiormente negli investimenti?

Negli ultimi anni stiamo assistendo ad un graduale incremento dell'attenzione sugli aspetti ESG da parte degli investitori, soprattutto esteri, a cui nell'ultimo anno si sono aggiunti i più rilevanti operatori italiani. Gli investimenti nel servizio idrico presentano inoltre chiari benefici da un punto di vista ambientale, spesso supportando la mitigazione degli effetti del cambiamento climatico.

Come agisce Banca Finint (sia lato investimenti che finanziamenti) su questo fronte? Quali sono gli strumenti più adatti per sviluppare gli investimenti nel settore idrico?

Banca Finint, sia al fine delle proprie istruttorie di credito, sia nell'attività di strutturazione e collocamento di operazioni di finanza con operatori del servizio idrico italiano, svolge insieme alle società una dettagliata analisi di sostenibilità degli investimenti programmati, ponendo l'accento sulle tematiche di risparmio energetico e riduzione delle perdite idriche. Poniamo particolare accento sul monitoraggio di tali aspetti lungo la vita delle operazioni di finanziamento, unitamente ai benefici economico-finanziari e di stabilità del business che questi comportano. Banca Finint è inoltre in costante contatto con numerose realtà che seguono le definizioni e le certificazioni ESG per poter meglio assistere i propri clienti nella definizione degli aspetti essenziali per strutturare debito "ESG compliant", andando quindi ad interessare gli investitori attenti a tali aspetti, che ormai sono la maggioranza.

Quali sono gli ambiti di investimento a maggiore potenziale? Cioè quelli ancora meno sviluppati: costruzione, gestione o

manutenzione delle infrastrutture idriche?

A nostro avviso il network idrico italiano richiede ancora significativi investimenti in costruzione, soprattutto per la connessione alla rete acquedottistica e fognaria di aree ancora isolate, oltre che per il potenziamento dei sistemi di depurazione che sovente utilizzano soluzioni tecniche superate e migliorabili tramite investimenti ESG compliant; tuttavia, la manutenzione degli asset deve rivestire ancora un ruolo molto rilevante, soprattutto al fine di ridurre il più possibile le perdite idriche, che ad oggi presentano ancora livelli importanti.

Che ruolo possono giocare i bond e i loans sostenibili?

Secondo recenti studi, le prime 100 gestioni "industriali" del SII hanno un potenziale di indebitamento attivabile di oltre € 5 miliardi. In questo contesto, i bond ed i loans sostenibili a sostegno di investimenti nel SII rappresentano sicuramente gli strumenti finanziari che da un lato permetteranno alle società stesse di porre ulteriormente l'accento sulle tematiche di sostenibilità dei propri investimenti e dall'altro aumenteranno l'appel degli strumenti per investitori di primario standing a livello internazionale.

Prova ne è l'attenzione che a livello di Unione Europea è posta sul tema. La Commissione Europea ha infatti proposto i cd. European Green Bond Standard per l'emissione di green bond e il PNRR mette in primo piano le tematiche ESG.

**«[...] GLI INVESTIMENTI
NEL SETTORE IDRICO
PRESENTANO CHIARI
BENEFICI DA UN PUNTO
DI VISTA AMBIENTALE,
SPESSO SUPPORTANDO
LA MITIGAZIONE
DEGLI EFFETTI SUL
CAMBIAMENTO
CLIMATICO»**

BNP PARIBAS AM

Antonio Penzo, Head of marketing team – BNP Paribas AM

«[...] IL CASO DEGLI INVESTIMENTI NEL SETTORE DELL'ACQUA VA AL DI LÀ DELLE UTILITY E SI ESTENDE A UN AMPIA GAMMA DI AZIENDE [...]. È PERTANTO POSSIBILE DETENERE UN'AMPIA GAMMA DI TITOLI CON ESPOSIZIONE A UN AMPIA GAMMA DI MERCATI FINALI»

Situazione globale e generale degli investimenti nel segmento “acqua”. Ai fini della ricerca può essere interessante capire il rapporto con gli investimenti più ampi in circular, nonché le diverse situazioni Paese per Paese (o area per area).

Le risorse idriche del mondo sono a rischio da un lato per il divario crescente tra domanda e offerta e dall'altro per i crescenti timori per la qualità dell'acqua e la stabilità delle infrastrutture idriche a livello globale. L'acqua è fondamentale in tutti i settori dell'economia globale. Ha un'ampia gamma di mercati finali, dal consumo domestico a quello agricolo e industriale, comprendendo modelli ciclici e difensivi attraverso linee di business diverse. L'investimento in risorse idriche è spesso ritenuto limitato e ad alto rischio e focalizzato principalmente su servizi di pubblica utilità. Ciò non corrisponde al vero. Il caso degli investimenti nel settore dell'acqua va al di là delle utility e si estende a un'ampia gamma di aziende, tra cui: fornitori di infrastrutture idriche, società di trattamento delle acque, produttori di condotte idriche, sistemi GPS e di filtraggio, tecnologie di riutilizzo e desalinizzazione dell'acqua, software di rilevamento delle perdite e di misurazione del flusso, nonché imprese attive nel settore della conservazione delle acque. È pertanto possibile detenere un'ampia gamma di titoli con esposizione a un'ampia gamma di mercati finali. Inoltre, gli investimenti sull'acqua offrono ampie prospettive di allocazione regionale e coprono diverse aree geografiche. Se da un lato i mercati sviluppati offrono una crescita stabile grazie alle società di servizi, infrastrutture e tecnologia idrica, dall'altro i mercati meno sviluppati, caratterizzati da importanti programmi di urbanizzazione, offrono maggiori opportunità di crescita. Cerchiamo di identificare società con buona visibilità degli utili e resilienti, che offrono opportunità in fasi diverse del ciclo economico.

Quali sono le opportunità e i rischi di una strategia di investimento nel segmento “acqua”?

Tra i motori degli investimenti in questo settore rientrano le società che offrono soluzioni a sfide quali carenza idrica, inquinamento, cambiamenti climatici, urbanizzazione, invecchiamento delle infrastrutture e maggiore consumo di acqua in nuovi settori. Queste soluzioni includono la riduzione delle perdite, l'analisi della qualità dell'acqua (maggiore consapevolezza e regolamentazione stanno conducendo a un incremento nei test) e il riutilizzo delle acque di scarico (l'acqua di scarico trattata è di crescente valore per gli utilizzatori industriali, ad esempio). Oltre

a numerose società attive esclusivamente nel settore idrico, vi sono molte società operanti nell'industria e nelle apparecchiature elettriche che possono sfruttare il loro posizionamento nei confronti di vari mercati finali, aree geografiche e tecnologie. Le imprese le cui attività, per quanto non interamente legate al settore idrico, risultano significativamente connesse a quest'ultimo spesso sono tra i principali realizzatori di un prodotto o di una tecnologia chiave.

Il mercato dell'acqua può essere suddiviso in tre ampie categorie: Infrastrutture idriche, trattamento idrico e utility idriche.

•**Infrastrutture idriche:** include sotto-settori quali attrezzature per reti idriche, costruzioni e materiali industriali, servizi infrastrutturali e irrigazione. Le aree in crescita in queste categorie comprendono l'ammodernamento delle infrastrutture, le applicazioni intelligenti e la capacità di resistere alla siccità.

•**Trattamento idrico:** include attività di filtraggio e soluzioni avanzate, trattamento tradizionale, efficienza e monitoraggio. Le opportunità in questi settori stanno aumentando grazie all'inasprimento della regolamentazione, alla mitigazione dell'inquinamento attivo e al riutilizzo dell'acqua.

•**Utility:** in tutto il Regno Unito e l'Europa, gli Stati Uniti e il resto del mondo, le aree di crescita delle Utility possono essere raggruppate in efficienza energetica, investimenti nelle infrastrutture e decarbonizzazione.

Cosa deve considerare, un investitore, quando approccia un asset nel segmento "acqua" (cioè, valutazioni specifiche rispetto, magari, ad altri investimenti circular)?

La filosofia di investimento si basa sulla premessa che l'approccio più redditizio è investire in società operanti su mercati in cui vi sono temi a lungo termine che sostengono la crescita e dove le società sono meno comprese, creando inefficienze di prezzo che offrono opportunità ai gestori attivi specializzati nella creazione di valore. Queste società sono generalmente caratterizzate da elevati livelli di attività aziendale, bassi livelli di copertura del sell-side, rapida innovazione tecnologica e traggono slancio dall'evoluzione normativa, il che significa che possono essere più complesse da capire e creare difficoltà di orientamento all'investitore. Per essere investibili, le società devono soddisfare criteri ESG specifici, oltre a criteri finanziari.

Che cosa fa BNPP AM per investire nel campo?

Oltre alla sua strategia Aqua, BNPP AM investe anche nell'ampia gamma di temi all'interno del settore idrico attraverso altri fondi, compresi quelli gestiti dal suo Gruppo Strategie Ambientali, come il fondo long only Ecosystem Restoration e il fondo long/short Environmental Absolute Return Thematic ("EARTH").

Quanto incide il sistema-Paese nello sviluppo degli investimenti privati (cioè, dei fondi di investimento) nel settore acqua? Cosa, per esempio, frena la relazione tra finanza e asset idrici in Italia?

I governi e le normative giocano un ruolo importante nel determinare modelli di domanda e offerta di acqua e possono

dettare la qualità dell'acqua, dei servizi e dei prezzi dell'acqua. Negli ultimi anni le infrastrutture idriche, e in particolare il trattamento delle acque, hanno guadagnato parecchie posizioni nelle agende dei governi nazionali e locali a causa dell'influenza delle normative sugli aspetti della gestione idrica. Le opportunità di investimento richiedono pertanto un'attenta due diligence delle normative e il modo in cui potrebbero evolversi in futuro.

Quali opportunità di investimento si attendono nel futuro in questo segmento?

- Politiche monetarie favorevoli e pacchetti di stimoli fiscali hanno ridotto i rischi liquidità del settore oltre che quelli sistemici.

- Essendo l'acqua un bene sociale essenziale, si prevede che molte industrie legate alle infrastrutture idriche beneficeranno di ulteriori stimoli.

- Più di un terzo del pacchetto UE per la ripresa COVID, pari a 750 miliardi di EUR, è destinato al raggiungimento di obiettivi "green".

- La tassonomia comunitaria che guida l'assegnazione di questo pacchetto si sta espandendo per includere la protezione dell'acqua. I consumatori, i governi e i regolatori dovrebbero concentrarsi su aree quali la qualità dell'acqua, gli standard igienici e di sicurezza alimentare (ad esempio, esplorando le conseguenze delle sostanze chimiche PFAS nell'approvvigionamento idrico statunitense).

- I pacchetti di stimolo fiscale USA ed europei, insieme ad un'ulteriore riapertura economica post-pandemia, potrebbero favorire molte società in portafoglio.

BANCO BPM

Luigi Bertelé, responsabile Enti e PA di Banco BPM.

«[...] LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO DEL SETTORE IDRICO NON È UNIFORME [...]. INOLTRE LE REALTÀ MEDIO PICCOLE NON SEMPRE SONO ADEGUATAMENTE ATTREZZATE PER RISPONDERE ALLE RICHIESTE DELLE BANCHE [...]»

Dal vostro punto di vista quali sono le ragioni del gap esistente fra mondo degli investitori e il comparto delle infrastrutture idriche?

In primo luogo la complessità normativa, che dalla legge Galli in poi, ha creato qualche difficoltà nell'affiancare le realtà locali a livello finanziario. Inoltre, spesso le stesse realtà locali non erano pronte a venire incontro alle esigenze del sistema del credito, talvolta ad esempio per la mancanza di un business plan. Oggi possiamo dire che questo gap si sta colmando anche grazie all'accresciuto interesse verso il tema degli investimenti responsabili. In Banco BPM abbiamo una struttura specialistica dedicata al settore pubblico, che intrattiene rapporti con le utilities, in particolare quelle degli enti locali. Per noi è fondamentale il legame con il territorio e quindi con gli enti pubblici che lo amministrano. Nei territori dove la Banca ha un radicamento storico abbiamo infatti molti rapporti con le partecipate idriche di quegli stessi comuni.

Un gap che dal vostro osservatorio sembra pian piano colmarsi?

Il dialogo tra settore pubblico, partecipate e banche è sicuramente migliorato rispetto al passato. Riscontriamo infatti da parte delle società partecipate una maggiore consapevolezza dell'importanza che le banche abbiano la possibilità di verificare la solidità di progettualità sostenibili. Le informazioni richieste sono sempre più complesse e dettagliate, ma risultano essenziali per favorire i finanziamenti nei confronti di utilities attive sul fronte ESG. Infine, un elemento fondamentale sarà il PNRR, che trainerà gli investimenti ESG anche nel settore infrastrutturale, compreso quello idrico. Il Pnrr sarà il volano che permetterà di creare un raccordo fra banche, enti locali e utilities sul tema dei finanziamenti sostenibili.

In merito al dialogo fra le diverse parti interessate: cosa è cambiato secondo lei? Perché si sta colmando il gap?

La normativa di riferimento del settore idrico non è uniforme, e spesso muta di regione in regione; e questo può generare delle difficoltà nella comprensione della stessa. Inoltre le realtà medio piccole non sempre sono adeguatamente attrezzate per rispondere alle richieste delle banche. Il fatto, però, di aver individuato all'interno della banca una struttura unica e dedicata al rapporto con la PA, ci ha permesso una maggior specializzazione su questo versante e quindi maggiore facilità di dialogo con le controparti.

Avete istituito un plafond di 5 miliardi di investimenti. In questa cifra c'è idea di quanto destinare al mondo infrastrutturale e in particolare al settore idrico?

Più che un settore di riferimento per noi è importante la modalità di utilizzo di questi fondi. Non ci focalizziamo tanto sul comparto di finanziamento quanto sulla tipologia di intervento, basato sulla sostenibilità. La questione idrica in Italia è importante, ma al tempo stesso complessa proprio in virtù della gestione pubblica e, come dicevamo, della complessità della normativa in materia. Basti pensare per esempio all'esito del referendum del 2011.

Quel referendum è stato secondo voi all'origine del gap che oggi evidenziamo? La natura pubblica del settore idrico spiega questo gap di interesse?

L'interesse non manca assolutamente, così come riteniamo interessante questo genere di operazioni infrastrutturali. Il tema è più complesso poiché legato intrinsecamente alla politica economica e a scelte politiche.

Non è quindi una mancanza di interesse ma di complessità del settore?

Più la controparte riesce a presentare un piano credibile e sostenibile, più si potranno impostare meccanismi di finanziamento agevolati.

Strumenti come le obbligazioni sostenibili possono rappresentare una buona alternativa per colmare questo gap?

Le obbligazioni green e sostenibili possono sicuramente agevolare questo indirizzo. Si tratta però di un mondo che inizia ora a muovere i primi passi, ancora in fase espansiva ma che ha avviato un percorso promettente.

Quali sono per voi gli strumenti obbligazionari sostenibili più interessanti? Vi sono aree in cui sviluppate linee di finanziamento di questo tipo, magari legate alle infrastrutture?

Banco BPM ha un team di finanza strutturata che valuta operazioni di questo tipo: non ci sono preclusioni particolari. L'importante è che vi sia una tenuta dal punto di vista della sostenibilità non solo ambientale ma anche finanziaria.

Quali leve vedete nel futuro per far crescere gli investimenti sostenibili nel settore delle infrastrutture?

Il principale acceleratore nel prossimo futuro è sicuramente il Pnrr, il motore più immediato per la crescita. Dal punto di vista normativo, invece, sarebbe d'aiuto una maggior flessibilità per la stipula delle convenzioni con le rispettive controparti. Il Pnrr rappresenta un'opportunità unica in termini di risorse e di metodologia, ed il nostro Gruppo sta già seguendo attenzione la sua implementazione su tutti i livelli, anche rispetto alle opportunità di investimento nel settore idrico.

DECALIA AM

Antonio Garufi, lead portfolio manager di DECALIA Circular Economy

**«[...] PER ESSERE
ATTRATTIVO IL SETTORE
IDRICO DEVE DIVENTARE
UN'ALTERNATIVA
INTERESSANTE E
CONVENIENTE. AD ESSERE
ESSENZIALI SONO REGOLE
CHIARE E CERTE, CONTRO
I RISCHI DI INCAPPARE
IN CONTENZIOSI [...],
UNITAMENTE ALLA
SICUREZZA DI RENDIMENTI
ADEGUATI »**

Quali sono secondo lei le ragioni della distanza che si nota fra investitori e settore idrico in Italia? Perché spesso non è un tema materiale per i player finanziari?

Si tratta di un tema molto complesso. Dal punto di vista della finanza bisogna innanzitutto dire che a occuparsi di investimenti in questo settore sono principalmente player globali. In Italia le società quotate che si occupano di acqua e che possono interfacciarsi con questi player si contano sulle dita di una mano. Inoltre bisogna considerare l'elevato livello di regolamentazione del settore delle utilities: fattore che pone talvolta difficoltà e ostacoli per gli investitori internazionali. Un investitore straniero ha difficoltà ad avvicinarsi a un mondo regolamentato. D'altra parte la necessità di investimenti nel settore è evidente, viste le statistiche impietose relative alla qualità delle infrastrutture del servizio idrico in Italia, in particolare al Sud, dove si arriva al 50% di perdite idriche nella rete. Ma chi decide quali investimenti fare nella rete idrica? La politica, che ha una tendenza a dirottare i fondi e gli investimenti verso cose "visibili". La rete idrica non la vediamo, le perdite non le vediamo, fino a quando non c'è più acqua. Ci sono state delle emergenze idriche, certo. Ma non tanto da mettere il rinnovo della rete come priorità. Oltre i fondi pubblici si apre poi il tema degli investimenti da parte dei privati e di come incentivarli. E questo lo fai dando innanzitutto un quadro regolamentare chiaro, con delle tariffe chiare che garantiscano la sicurezza dei rendimenti.

Quali sono a suo avviso i fattori che a livello regolamentare o strutturale contribuiscono a creare questo gap tra finanza privata e settore idrico?

Il nostro mestiere si basa sull'allocazione di fondi che ci vengono affidati in investimenti che a nostro giudizio potranno portare dei rendimenti soddisfacenti per gli investitori: le nostre carriere si giocano su questo. Se il quadro regolamentare è troppo complesso e poco chiaro, o rischia di mutare da un giorno all'altro con iniziative come quella referendaria del 2011, di sicuro questi fattori fanno venire meno la fiducia degli investitori e dei gestori. Abbiamo molte altre alternative sulla nostra scrivania: quindi per essere attrattivo il settore idrico deve diventare un'alternativa interessante e conveniente. Ad essere essenziali sono regole chiare e certe, contro i rischi di incappare in contenziosi e in una giustizia spesso lenta, unitamente alla sicurezza di rendimenti adeguati.

A suo avviso il referendum del 2011 ha peggiorato la situazione dal punto di vista del rapporto fra finanza e settore idrico?

Io direi che il problema è più che altro legato alla “percezione” che hanno i mercati e gli investitori. Oggi l'Italia è diventato un Paese di cui gli stranieri si fidano, grazie al governo Draghi. Non dico sia giusto o sbagliato, intendiamoci. Ma la percezione è fondamentale nel mondo degli investimenti, perché è quella che trasmette sicurezza e affidabilità. Più gli investitori si fidano, più capitali arrivano, anche se i rendimenti sono bassi, perché c'è fiducia e regolarità della remunerazione. Si tratta dello stesso problema del debito pubblico, per intenderci.

C'è un clima di maggiore fiducia a suo avviso in Italia sul versante degli investimenti nel servizio idrico? Questo può determinare una spinta da parte degli investitori privati?

A mio avviso c'è un clima di fiducia che in generale è migliorato in Italia e questo ha ripercussioni positive anche nell'ambito dell'economia circolare e della gestione delle acque. La fiducia verso il sistema Paese impatta direttamente sulla fiducia nelle sue aziende: questo vale anche per il settore idrico. Se aumenta lo spread aumenta il costo di capitale per le imprese italiane. Spesso i costi di capitale non sono direttamente collegati alla qualità delle aziende, ma sono figli dello stagno in cui si va a pescare. Il clima di fiducia che si respira oggi in Italia sta contribuendo certamente a migliorare le prospettive anche per il settore idrico.

L'attenzione crescente verso la finanza green da parte degli investitori può fare da volano anche per il settore idrico in Italia?

Noi gestiamo un fondo globale che si occupa di economia circolare e nel nostro portafoglio il settore idrico è uno degli otto settori proprietari all'interno del fondo, che riteniamo quindi faccia parte a pieno titolo dell'economia circolare. Investire nelle nuove tecnologie per ridurre e azzerare lo sfruttamento delle risorse naturali è sempre più importante, considerando che l'acqua sta diventando un bene prezioso e per nulla scontato. Si tratta di una risorsa sempre più scarsa, considerando che meno del 3% delle acque nel globo sono potabili: questo vuol dire che c'è necessità di filtri e apparecchi per assicurare la disponibilità di acqua potabile. Questo vale non solo per il settore idrico in sé, ma in tutte le sue ramificazioni: dal packaging, ai filtri, al settore industriale. In questo quadro il Green Deal europeo fa parte ormai della storia europea per la spinta importante che sta dando all'economia sostenibile.

Riscontrate su questi temi un interesse da parte degli investitori con cui parlate?

Ritengo che da questo punto di vista l'attenzione sul settore idrico attraversi probabilmente una fase di stanca. Nel senso che se ne parla già da molti anni: si tratta di una storia già in larga parte raccontata. Mentre verso gli investimenti nell'economia circolare, come concetto e settore più ampio, di cui chiaramente l'acqua rappresenta uno dei pilastri, c'è un interesse che sta crescendo visibilmente. L'acqua in questo senso fa parte di altre 10 priorità, per così dire, che compongono nel loro insieme il

modello di economia circolare.

Secondo la vostra esperienza, quanto conta l'identità ESG di queste aziende nell'attrarre opportunità di investimenti da privati?

Il profilo ESG è chiaramente fondamentale in questo senso. A noi capita anche di investire in aziende il cui profilo ESG non è magari ottimale, ma con l'ottica di intraprendere un percorso per migliorarlo. Devo dire che le utilities italiane, in particolare quelle più grandi, non hanno bisogno di particolare consigli da parte nostra. Quando investiamo, in generale, l'engagement anche sul versante della sostenibilità è per noi di primaria importanza.

Al di fuori dell'Italia, il settore idrico è un ambito di interesse per gli investitori sostenibili?

Si tratta di un settore dalle prospettive molto interessanti, legato non solo alle aziende che gestiscono il servizio idrico. Ad esempio, le grandi società del tessile e dell'abbigliamento stanno cercando di ridurre il consumo d'acqua, proprio perché, diminuire il consumo d'acqua rappresenta un fattore centrale per migliorare il rating ESG. Per ridurre il consumo o ti inventi qualche procedimento nuovo, o ti affidi ad aziende che ti aiutano a consumare meno acqua. Poi c'è chiaramente il tema delle infrastrutture: tubi di nuova generazione, nuove tecnologie per i lavori nella rete idrica, che sono generalmente molto complessi e costosi. Fra le aziende più interessanti su questo fronte ci sono quelle che sviluppano tecnologie per migliorare questi processi. Altro tema interessante è quello del filtraggio e depurazione delle acque da sostanze chimiche nocive.

Tornando al contesto italiano: secondo lei il Pnrr può servire da stimolo anche per la finanza privata nel settore idrico?

Il Pnrr dedica un capitolo proprio all'ammodernamento della rete idrica, con 4,4 miliardi di euro di risorse: forse non del tutto sufficienti, visto il fabbisogno di investimenti, ma che di certo rappresentano un cambio di passo notevole. In Italia c'è innanzitutto un problema di water divide: la rete idrica al Sud è di gran lunga peggiore di quella del Nord. Se a Milano le perdite in rete sono circa del 16%, a Palermo arrivano al 50%. Si tratta di un'emergenza che va gestita. Poi investimenti in questo settore producono anche nuovi posti di lavoro. In questo senso le priorità individuate dal Pnrr sono di certo positive e giuste: non si tratta di fondi stanziati per urgenze “politiche”, funzionali a rispondere a diversi bacini elettorali, ma per risolvere problemi strutturali del Paese. E in questo contesto di certo il PNRR può stimolare partnership pubblico-privato e investimenti nel settore.

DWS GROUP

**Gianluca Minella Director – Infrastructure
Research & Strategy – DWS Group**

Perché investire nel settore idrico in Italia è complesso?

Il tema relativo alla gestione del servizio idrico integrato è estremamente complesso e non riguarda solamente il caso italiano, ma è un caso di rilevanza mondiale, soprattutto da un punto di vista della sua gestione e futura sostenibilità. Quando parliamo di sistema idrico, parliamo di un sistema molto complesso con fasi distinte, dalla captazione, al trattamento, alla distribuzione e infine la depurazione e gestione delle acque reflue. Se da un lato l'Italia, da un punto dell'attrattività per gli investitori istituzionali, gode di un sistema regolatorio stabile e maturo nei settori della trasmissione e distribuzione di elettricità e gas, questo non vale necessariamente se parliamo di settore idrico, e, nonostante alcuni miglioramenti negli ultimi anni, ciò deriva da una frammentazione normativa e regolatoria creatasi nel corso degli anni.

Che caratteri assume questa complessità?

Se adottiamo una prospettiva globale, oggi il tema della sostenibilità dell'acqua riguarda quasi 1 miliardo di persone, le quali non hanno accesso ad un servizio di approvvigionamento, depurazione e smaltimento dell'acqua supportato da standard sanitari e di qualità sufficiente. Nel 2055 la popolazione che potrebbe vivere in aree esposte a carenze idriche potrebbe toccare quota 40% alla luce dei cambiamenti climatici. Il tema è di tale rilevanza, da essere oggetto di due specifici Sustainable Development Goals (SDG) delle Nazioni Unite: l'SDG 6 atto a garantire un accesso sostenibile all'acqua ed a sistemi di fognatura, e l'SDG 14 che tratta il tema della sostenibilità dei mari. Il problema però non riguarda solamente la sfera finanziaria. Pensiamo per esempio che per raggiungere adeguatamente gli obiettivi preposti dall'SDG 6 e 14 per i paesi OCSE, basterebbe investire annualmente circa lo 0.5% del PIL a livello globale per i prossimi 30 anni, quando gli asset dei fondi pensione crescono annualmente per una quota pari al 7% del PIL mondiale. Non si tratta dunque di un problema legato agli investimenti ma si tratta prevalentemente di un problema di governance. Assistiamo ad una sovrapposizione di criticità normative, di regolazione e gestionali.

Quali sono le principali criticità di carattere normativo e gestionale in Italia?

In Italia l'acqua è un bene pubblico dal 1933 (regio decreto sulla proprietà pubblica dell'acqua). Per attendere però un sistema normativo evoluto relativo alla organizzazione e gestione del settore idrico dobbiamo attendere il 1994 con la legge Galli. Una legge che guarda al settore idrico come ciclo idrico integrato ed introduce il concetto di gestione economica ed ecologica del servizio. La legge Galli istituisce anche le Autorità d'Ambito che avevano l'obiettivo di ridurre la frammentazione gestionale derivante dalla gestione comunale del servizio idrico. Una seconda evoluzione normativa deriva dal decreto Ronchi del 2009 che sostanzialmente imponeva di mettere a gara il servizio idrico nei comuni, in linea con gli obblighi comunitari relativi ai servizi pubblici locali. Tuttavia, nel 2011, mediante referendum, sono state abrogate sia la norma relativa alla necessità di affidamento del servizio idrico mediante gara, che la norma che disciplinava la determinazione della tariffa per l'erogazione dell'acqua, nella sua componente che prevedeva la remunerazione del capitale investito dal gestore. Un momento cruciale, perché il Decreto Ronchi aveva dato luogo ad una fase di evoluzione della governance, con la gestione del servizio idrico che in alcuni casi è stata concessa ad operatori privati o società miste pubblico privato, ed un crescente interesse degli investitori privati nel settore. Il referendum ha interrotto questo processo, offrendo agli investitori istituzionali la percezione che il rischio regolatorio nel settore idrico italiano fosse troppo elevato per giustificare degli investimenti lato equity, portando anche ad una carenza di investimenti rispetto a quanto necessario. Nonostante la remunerazione degli oneri finanziari a supporto degli investimenti necessari alla modernizzazione del sistema idrico sia stata reintrodotta da ARERA, il nuovo regolatore del settore, ed oggi il sistema regolatorio, al suo terzo ciclo per il periodo 2020-2023 sia più maturo, il processo di modernizzazione della governance si è interrotto, con un sistema che resta frammentato da un punto di vista gestionale, rispetto a quelle che sarebbero le esigenze di efficienza ed economicità.

Riesce a fornirci alcuni numeri di questa frammentazione?

Ad oggi abbiamo oltre 700 gestori, di cui soltanto circa 70/75 sono in affidamento mentre gli altri sono gestiti dai comuni, in molti casi molto piccoli. Di questi 70/75 la maggior parte sono gestioni in house, cioè facenti sempre capo ai comuni stessi. Questo significa che il peso dei comuni è fondamentale. Proprio questa frammentazione della governance e la mancanza storica di chiarezza normativa sono la ragione per la quale negli ultimi 15 anni è stata limitata la possibilità d'investimenti lato equity da parte di investitori istituzionali. "Come spiega l'Ocse in varie ricerche sul tema, le crisi idriche sono prevalentemente crisi legate alla governance.

Qual è la situazione degli altri Paesi?

Per fare un parallelo, nel Regno Unito la regolazione a partire dagli anni 80 ha portato ad un'aggregazione dei gestori da centinaia a 11. Questo ha comportato anche l'evoluzione del sistema verso una gestione maggiormente efficace, e garantito trasparenza sulle modalità di calcolo delle tariffe idriche, per le quali la regolazione, in regime di monopolio, di fatto introduce una forma di concorrenza e di controllo dei costi, a beneficio degli utenti, e degli investitori. Questi fattori infatti hanno consentito di pianificare nel lungo termine

la performance finanziaria dei gestori idrici e di conseguenza la capacità d'investimento. Dimensione adeguata del gestore idrico, e stabilità della regolazione infatti si traducono in qualità creditizia, che soprattutto dal punto di vista dell'accesso al mercato del debito per i gestori idrici risulta fondamentale per finanziare gli investimenti. Ad oggi nonostante la regolazione sia matura in Italia e la tariffa copra gli oneri finanziari annuali, la tariffa non copre per intero l'ammontare totale dell'investimento, che è per sua natura pluriennale. Per tale ragione vi è la necessità dei gestori di indebitarsi, reperendo risorse sul mercato al fine di modernizzare la rete infrastrutturale."

Dal punto di vista degli investimenti, quali scenari si intravedono?

Guardando ai dati, in Italia dopo l'assunzione della responsabilità regolatoria da parte di Arera dal 2011 in poi, attraverso una forma di regolazione più matura, gli investimenti nel settore idrico sono aumentati, da mezzo miliardo all'anno prima del 2009 a circa 2 miliardi all'anno ad oggi. I gestori che hanno investito maggiormente però sono una cerchia ristretta: circa il 78% degli investimenti nel settore idrico sono stati fatti dai 10 gestori più grandi. Per essere in grado di effettuare investimenti, occorre dunque avere una massa critica derivante dall'aggregazione, a supporto di economie di scala e qualità creditizia. L'Italia ad oggi è 5° in Europa per qualità dell'acqua, sintomo di una gestione tutto sommato efficace, ma le perdite idriche della rete sono superiori alla media europea. Al tempo stesso la tariffa italiana è una delle più basse in Europa, circa 1 o 2 Euro/metro cubo contro, ad esempio i quasi 4 Euro/metro cubo di Londra o i circa 5.5 Euro/ metro cubo di Copenhagen. La tariffa potrebbe essere dunque in parte anche aumentata al fine di garantire gli investimenti necessari alla modernizzazione della rete, per peraltro non sono coperti neanche dal PNRR, che ha stanziato circa 4 mld di Euro, a fronte di necessità di investimenti futuri per oltre 60 mld di Euro.

Come si muovono i gestori?

Il problema della governance spesso impedisce ai gestori più piccoli investire attraverso leva finanziaria, ossia attirando capitali nel mercato del debito, che paradossalmente gode oggi di tassi di interesse ai minimi storici, e quindi potrebbe essere una risorsa importante ed economica. Oggi, se da un lato i gestori italiani del servizio idrico hanno indicativamente una qualità creditizia di tipo Investment Grade, i soggetti più piccoli non hanno la capacità di accedere al mercato dei capitali e dei private loans, anche per via di una qualità creditizia inferiore data dalle dimensioni ridotte. Così come osserviamo da anni per il settore italiano della distribuzione del gas, dove assistiamo ad una progressiva aggregazione dei gestori, se vi fosse un sistema di governance che lo permettesse, anche nel settore idrico si potrebbe assistere ad una riduzione del numero di gestori, ed ad una maggiore contributo di gestori privati o società miste pubbliche e private, ottenendo benefici in termini di efficacia e di economicità del servizio, che garantirebbe utili necessari sia al finanziamento della modernizzazione della rete idrica, che al sovvenzionamento di altri servizi pubblici, visto che i comuni restano oggi i principali azionisti dei gestori idrici.

Nel vostro caso avete sviluppato specifici prodotti ad hoc?

A livello europeo, DWS, attraverso il Pan-European Infrastructure

Fund è azionista di Kelda, holding di Yorkshire Water, società di gestione del servizio idrico integrato nella regione dello Yorkshire (Regno Unito). Il modello anglosassone è molto interessante perché la regolazione è stata fondamentale sia per garantire tariffe competitive, che per garantire la sostenibilità del servizio. Il regolatore inglese oltretutto, sta anche introducendo in maniera crescente misure volte a stimolare il profilo ESG della rete idrica, attraverso ad esempio l'incorporazione all'interno della pianificazione degli investimenti di lungo periodo di misure atte a migliorare la resilienza della rete agli effetti del cambiamento climatico. Indipendentemente dalla gestione pubblica o privata del sistema idrico, la regolazione resta lo strumento principe per attrarre capitali a supporto degli investimenti, supportare la stabilità del sistema e massimizzare gli obiettivi sia degli utenti che degli investitori. All'interno della ricerca da noi recentemente pubblicata: "The Shape of Water Infrastructure" emerge una forte correlazione tra livello d'investimento nel settore idrico e qualità della regolazione." "Il tema della sostenibilità dell'acqua sarà in generale sempre di più centrale per gli investitori internazionali. Abbiamo lanciato a questo proposito un fondo "ESG Blue Economy": è un fondo che seleziona investimenti in società quotate secondo una metodologia ESG per identificare aziende che contribuiscono alla sostenibilità degli oceani.

Come vedete da questo punto di vista l'ascesa del mercato del debito sostenibile?

Osserviamo una domanda crescente da parte degli investitori istituzionali di green bond e di debito privato sostenibile. Abbiamo a questo proposito lanciato un fondo, EIDF: ESG Infrastrucure Debt Fund, la cui strategia si basa sull'acquisizione di private loans in settori infrastrutturali ESG, incluso potenzialmente il settore idrico. La natura ESG di un'impresa o di un progetto è una però una condizione necessaria ma non sufficiente per l'accesso al mercato del credito, anche perché ci aspettiamo che nei prossimi anni qualsiasi tipo di emissione di bond o private loans sia collegato alla dimensione ESG. Ma il profilo ESG dell'emittente non può prescindere dalla qualità creditizia dello stesso.

In conclusione quali sono a vostro parere le mosse da mettere in campo nel panorama italiano?

Per concludere, per quanto concerne il settore idrico italiano, le questioni da porre al centro dell'attenzione sono due: sicuramente in primis la governance ma in secondo luogo e questo vale in particolare per l'Italia, un grande tema è legato alla comunicazione. L'Italia sconta un decennio di frammentazione normativa che ha per certi versi spaventato gli investitori. Tuttavia la qualità e maturità della regolazione oggi è aumentata sensibilmente. La qualità regolatoria e di conseguenza la qualità creditizia devono essere maggiormente comunicate anche attraverso specifiche attività di marketing agli investitori internazionali ed al mercato. Spesso purtroppo si evidenzia un gap in termini di storytelling del sistema paese. Questa è probabilmente una responsabilità trasversale a vari soggetti lungo la filiera incluse ARERA, autorità ministeriali, gestori dei servizi idrici e utilities. Gran parte delle decisioni d'investimento vengono prese sulla base del quadro regolatorio e normativo, e spesso vi sono carenze nella capacità di presentare tale realtà in modo integrato, semplice e magari in lingua inglese.

ESG EUROPEAN INSTITUTE

Luca Dal Fabbro, Presidente ESG European Institute

«[...] PER SVILUPPARE GLI INVESTIMENTI NEL SETTORE IDRICO [...] PER GLI INVESTITORI RETAIL LA SCELTA CONSIGLIABILE È QUELLA DI INVESTIRE IN FONDI D'INVESTIMENTO O ETF CON FOCUS SPECIFICO SULL'ECONOMIA CIRCOLARE»

Qual è la situazione in termini di investimenti in economia circolare in Italia? Quale la situazione nel settore idrico?

Secondo i dati Eurostat, raccolti dal Circular Economy Network nel “Terzo Rapporto sull'Economia Circolare in Italia”, nel 2018 gli investimenti nel settore dell'economia circolare nell'Unione Europea sono stati pari a €16 miliardi, lo 0,12% del PIL. In valore assoluto l'Italia con €1.945 milioni di investimenti risulta al primo posto seguita dalla Spagna. Si potrebbe dire quindi che il nostro Paese è all'avanguardia quando si parla di economia circolare. Tuttavia, è necessario continuare a investire nella transizione, e il settore idrico ne è la dimostrazione. Già oggi solo l'1% delle risorse idriche del pianeta costituisce una riserva di acqua dolce effettivamente utilizzabile. Si stima che, all'aumento di un grado della temperatura terrestre, corrisponda una riduzione del 20% della disponibilità delle risorse idriche. Ciò significa che, in assenza di misure decise e risolutive, nel 2030 la disponibilità di acqua a livello globale potrebbe ridursi del 40% rispetto ad oggi. Il paper “Water and Circular Economy” della Ellen MacArthur Foundation esplicita il ruolo chiave dell'economia circolare nella salvaguardia della risorsa idrica, attraverso un approccio sistemico che possa ripensare il ciclo produttivo dell'acqua dalla fase di progettazione e programmazione (“design out waste externalities”), alla gestione (“keep resources in use”) e infine alla rigenerazione del capitale naturale. Il Pnrr, riconoscendo l'importanza strategica di questi due settori, destina €5,3 miliardi alla transizione circolare e €4,4 miliardi alla tutela della risorsa idrica, ma l'obiettivo è ovviamente quello di facilitare una convergenza tra questi due settori di investimento.

Quali sono gli ambiti di investimento a maggiore potenzialità? Cioè quelli ancora meno sviluppati: costruzione, gestione o manutenzione delle infrastrutture idriche?

Come esplicitato dal Pnrr, la priorità è al momento quella di ridurre le perdite nelle reti di distribuzione dell'acqua. Nella distribuzione per usi civili, la dispersione media è del 41% (51% al Sud) e il 35% delle condutture ha un'età compresa tra 31 e 50 anni. I principi dell'economia circolare sono al

centro degli sforzi nazionali per ridurre queste perdite del 15% anche attraverso la digitalizzazione delle reti e la riduzione degli sprechi e delle inefficienze. Fondamentali anche gli investimenti per ammodernare la rete fognaria e di depurazione. Ad oggi, più di 3,5 milioni di cittadini vivono in zone non conformi agli standard europei e l'UE ha avviato nei confronti dell'Italia 4 procedure di infrazione. È necessario procedere al più presto con i lavori di ammodernamento e dove possibile, trasformare gli impianti di depurazione in "fabbriche verdi", per consentire il recupero di energia e fanghi, e il riutilizzo delle acque reflue depurate per scopi irrigui e industriali. A questo proposito, è stata approvata nel maggio 2020 un Regolamento Europeo che stabilisce dei requisiti minimi per l'utilizzo delle acque di recupero (cioè le acque reflue urbane che sono state trattate in un impianto di bonifica) per scopi agricoli, che permetterebbe di riutilizzare 6,6 miliardi di metri cubi d'acqua entro il 2025, rispetto agli attuali 1,1 miliardi di metri cubi all'anno. Ciò richiederebbe un investimento inferiore ai 700 milioni di euro e ci permetterebbe di riutilizzare più della metà dell'attuale volume d'acqua proveniente dagli impianti di trattamento delle acque reflue dell'UE, teoricamente disponibili per l'irrigazione, evitando più del 5% di estrazione diretta dai corpi idrici e dalle falde acquifere. Oltre al riutilizzo irriguo dell'acqua, l'economia circolare dell'acqua mira al recupero sostenibile delle risorse materiali ed energetiche contenute nelle acque reflue, trasformando così i depuratori in impianti di bioraffinazione che convertono sostanze di scarto in prodotti utili, quali biogas e biometano, fertilizzanti (azoto, fosforo), sostanze organiche (cellulosa, poliidrossialcanoati usati nella produzione

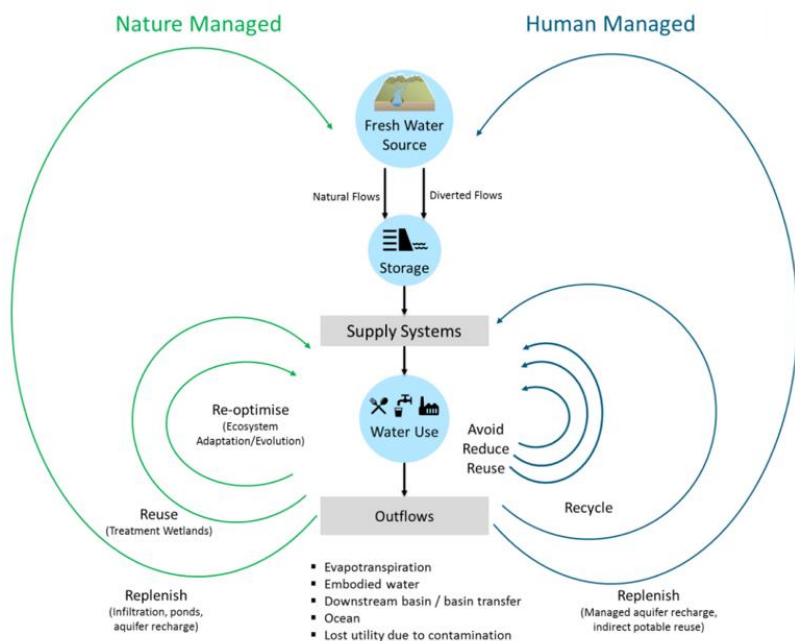
di bioplastiche).

Quali sono gli strumenti più adatti per sviluppare gli investimenti nel circular italiano? E nel settore idrico?

Sicuramente per investitori retail la scelta consigliabile è quella di investire in fondi di investimento o ETF con un focus specifico sull'economia circolare. È interessante notare qui che una ricerca di MSCI del febbraio 2020 ha mostrato come le aziende con alti punteggi ESG abbiano avuto in media costi di capitale più bassi rispetto alle aziende con scarsi punteggi ESG, sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti, durante un periodo di studio di quattro anni. La stessa relazione vale anche per quanto concerne il costo del debito. La ricerca suggerisce che seguire comportamenti virtuosi in termini ESG può avere effetti finanziari positivi in termini di valutazioni di mercato più alte, accesso al credito a condizioni migliori, riduzione del rischio sistemico dei cash flow aziendali, portando al contempo a beneficiare del vantaggio competitivo che deriva da una migliore gestione delle risorse, del capitale umano e dei rischi operativi specifici dell'azienda. Investitori istituzionali invece possono godere di profili di rischio/rendimento diversi, investendo in fondi di private equity, che a fronte di un'illiquidità maggiore promettono rendimenti complessivi elevati. Si segnala a proposito che verrà lanciato questo anno il primo fondo italiano interamente dedicato alla economia circolare.

Quanto è necessario un percorso di consapevolezza ESG nelle aziende del settore idrico italiano?

È un percorso necessario per le aziende di qualunque settore. La pandemia legata al Covid-19 ha messo in luce la necessità di modelli di business sostenibili e resilienti. A partire dall'emanazione della Direttiva 2014/95/UE Non-financial and diversity information, le società quotate in Europa hanno visto crescere i propri requisiti di sostenibilità e di trasparenza in materia di informazioni non-finanziarie. Asset manager e investitori istituzionali stanno progressivamente integrando le performance ESG nei loro modelli di valutazione delle società. Il tema è diventato così rilevante che non è più percepito come una sola questione etica, ma va a indirizzare il purpose delle società e si pone come elemento competitivo di mercato. Questo si traduce in una gestione efficiente e strategica delle risorse a disposizione, siano esse naturali, finanziarie, umane o relazionali, allo scopo di generare valore in una prospettiva di medio-lungo periodo. In quest'ottica, è importante notare che il novellato Codice di Corporate Governance del 2020 sancisce all'articolo 5 l'importanza di una politica di remunerazione del top management funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società. Vincere una componente variabile della remunerazione a determinati obiettivi ESG è un passo necessario e decisivo per assicurare l'inclusione degli stessi nelle strategie e nella gestione dei rischi delle società.



INARCASSA

Alfredo Granata, Responsabile Direzione Patrimoni, Inarcassa

«[...] OGGI LA TASSONOMIA È COSÌ RIGOROSA CHE IN ASSENZA DI UNA PROGETTUALITÀ BEN DEFINITA UN PROGETTO NON PUÒ ESSERE FINANZIATO [...] TRAMITE IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO [...]»

Come valutate il settore idrico come opportunità di investimento in Italia? Prima di tutto: è un tema per voi materiale?

Il tema che lei pone è senz'altro di nostro interesse, ma ci interessiamo a queste forme di investimento esclusivamente tramite prodotti selezionati dai gestori. Inarcassa dedica, ha dedicato e dedicherà una parte sempre più rilevante del suo portafoglio a iniziative e sottoscrizioni di FIA (Fondi d'investimento alternativi) che raccolgono risorse destinate alle infrastrutture. In questo contesto rientra anche il settore idrico. Un comparto interessante, sebbene in Italia, rispetto al panorama Ue, vengano destinate risorse molto ridotte a livello infrastrutturale, soprattutto come conseguenza del quadro regolamentare, che non dà grandi spazi di profitto. Un tema non da poco per i gestori e gli investitori.

Perché secondo lei?

Perché il settore è particolarmente regolamentato: acqua libera per tutti è lo slogan madre, che limita molto l'appel per un investitore privato dal punto di vista reddituale. Però i temi di sostenibilità a livello di portafogli di investimenti stanno assumendo livelli importanti. Sono propenso a pensare che in riferimento al settore idrico, anche grazie al PNRR, in qualche modo tramite pratiche di coinvestimento o gestori specializzati di private markets, unite a risorse pubbliche potranno inserirsi progettualità evolute rispetto al passato. Penso però che rimanga un settore meno appealing, rispetto per esempio a quello dei trasporti o dell'energia rinnovabile. L'origine è sicuramente lo scarso appealing reddituale, che dovrebbe comunque crescere rispetto alle condizioni normali. E' evidente che le risorse del PNRR per le infrastrutture in qualche modo arriveranno anche nel settore idrico.

In merito alla relazione con le aziende: il primo strumento è quello della sottoscrizione e delega al gestore, ma anche il tema dell'engagement diventa sempre più importante per realtà come Inarcassa?

Per quel che riguarda Inarcassa, al di là della sottoscrizione di quote e gestione delegata al gestore, noi abbiamo anche investimenti diretti in società quotate, come A2A, che fanno di questo business una parte rilevante del loro fatturato. Quindi anche il canale equity è importante. Per essere trasparente, noi con le nostre 19 partecipate dirette, svolgiamo attività di engagement. Nella maggior parte dei casi queste aziende rappresentano la spina dorsale infrastrutturale italiana, fra cui molte utilities. Abbiamo sottoscritto emissioni obbligazionarie di altre utilities concentrate nel nord ovest che sono direttamente concessionarie delle reti idriche o che fanno del settore idrico una parte rilevante del loro business. Onestamente

però non facciamo un engagement specifico di settore. Noi insieme a Cassa Forense ed Enpam, abbiamo fondato Assodire, che fa proprio dell'attività di engagement sulla sostenibilità la sua ragione d'essere. Questo si esprime con colloqui periodici con la dirigenza o attraverso la partecipazione alle assemblee, i temi della sostenibilità sono al centro delle nostre richieste di informativa e chiarimenti. Non solo per merito nostro, ma nell'ultimo anno notiamo sempre di più una maggiore considerazione su questi temi da parte del management delle società quotate.

La stessa cosa vale per i gestori?

Ancora di più per loro: le Sgr utilizzano questi aspetti in termini commerciali, come posizionamento. Noi chiediamo informazioni sempre più dettagliate e puntuali su come viene affrontato il processo di due diligence sia per gli investimenti da fare sia per quelle società già esistenti in portafoglio. Da questo punto di vista nei nostri portafogli possiamo trovare anche alcune società idriche

Nella nostra indagine notiamo che per quanto riguarda il tema degli investimenti nel settore idrico vi è una distanza notevole da parte dei soggetti da noi interpellati.

Facendo riferimento ad alcuni dati numerici: fatto 100 le iniziative in campo infrastrutturale dei nostri gestori e investimenti diretti in società quotate in infrastrutture, il settore idrico arriva al 5-10%: una quota relativamente bassa

Alla base vi sono ragioni di carattere normativo?

Nel momento in cui il settore idrico viene considerato un bene pubblico, ineluttabilmente non può godere di grande appeal in termini d'investimento finanziario. Non esprimo giudizi di valore, ma le conseguenze economiche sono queste. Questo vale in parte anche per altre infrastrutture strategiche.

Se dovesse pensare una soluzione per avvicinare quindi la finanza al settore delle infrastrutture idriche?

Bisogna agire al livello regolamentare, ma è un tema politico, non economico. Non dipende da aspetti tecnici o tecnologici, ma da una scelta politica. Dal punto di vista tecnologico sarebbero molte le migliorie che si potrebbero apportare per ammodernare una rete idrica che in Italia è chiaramente poco efficiente.

Voi focalizzate il vostro interesse in particolari progetti? Avete dei focus specifici?

No, riceviamo il quadro completo da parte delle aziende su cui investiamo. Ma in generale il tema chiave per noi è quello della digitalizzazione. Ciò vale per ogni rete infrastrutturale. Monitoraggio attraverso la digitalizzazione e miglioramento della resa. Proprio il segmento idrico ha bisogno di questo: contenere gli sprechi e migliorare la resa, più che la costruzione di nuove reti. Altri obiettivi sono lo sfruttamento di fonti energetiche alternative per costruire reti infrastrutturali ad hoc, come nel caso dell'idrogeno. Per noi il tema fondamentale è l'inadeguatezza della rete infrastrutturale attuale: bisogna migliorare quella

esistente.

Prima accennava a sottoscrizione di obbligazioni: lei ritiene che i green bond o altri sustainable bond possano essere una buona opportunità di investimento per società infrastrutturali?

Assolutamente sì, come Inarcassa abbiamo sottoscritto il BTp green del Tesoro. È uno strumento opportuno per incanalare risorse in questo settore.

Il mercato obbligazionario green può essere un antidoto ai problemi che prima illustrava?

Direi di sì. Oggi la Tassonomia è così rigorosa che in assenza di una progettualità ben definita e strutturata un progetto non può essere finanziato tramite simili strumenti. Noi come altri soggetti istituzionali andiamo ad analizzare la documentazione relativa ai progetti a cui sono destinate le risorse. Il discorso è sempre a valle: l'emittente è in grado di perimetrare un progetto destinato al settore idrico che abbia caratteristiche finanziarie che giustifichino quella destinazione di risorse? Pochi possono permetterselo di fatto, in maniera così specifica come viene richiesta dalle obbligazioni sostenibili. Lo vediamo anche dai nostri partner bancari: nel momento in cui si vuole raccogliere risorse qualificate come sostenibili la progettualità deve essere solida e sostenibile. I sustainable bond possono rappresentare un'alternativa ma solo se ci sono opportunità progettuali da sfruttare.

Al vostro interno a livello organizzativo avete un team dedicato agli investimenti nelle infrastrutture?

Come direzione patrimonio siamo organizzati per team: vi sono risorse che si dedicano al private markets e al settore infrastrutturale, non a quello idrico nello specifico. Abbiamo due risorse che si occupano di engagement e valutazione di sostenibilità come loro attività principale. Inarcassa ha integrato i temi Esg al punto da considerarlo material per ogni investimento e lungo tutto il processo di investimento. Oggi siamo fra i più grandi sottoscrittori di F2i, anche con fondi che hanno espliciti obiettivi di sostenibilità.

Vede un futuro in questo settore?

Ormai siamo parecchio "ingaggiati" su questi temi della sostenibilità che l'Italia non potrà che adeguarsi alle policy europee in chiave esg. Il tema non è se ma quando. In diverse occasioni a fra le migliori opportunità d'investimento presentate dai gestori vi era il settore idrico. Operazioni poi risultate irrealizzabili.

INTESA SANPAOLO

Laura Campanini, Direzione Studi e ricerche Intesa Sanpaolo

« [...] LE POSSIBILITÀ PER LE IMPRESE IDRICHE DI ACCEDERE AL MERCATO DEI CAPITALI SONO DIVERSE, DAI FINANZIAMENTI DI TIPO CORPORATE, ALLA FINANZA DI PROGETTO, FINO AGLI STRUMENTI FINANZIARI INNOVATIVI, QUALI MINI BOND, HYBRID BOND E I PROJECT BOND [...] »

Qual è il ruolo degli investimenti legati all'economia circolare nel settore idrico in Italia?

Il settore idrico si trova oggi ad affrontare dei passaggi importanti in termini di superamento dell'annoso problema delle perdite, di sviluppo e miglioramento delle infrastrutture e di inserimento quale protagonista nelle filiere dell'economia circolare. La consapevolezza dei rischi connessi alla scarsità di risorsa sta crescendo: i principali utilizzatori della risorsa idrica hanno già avuto modo di verificare l'impatto di una insufficienza che potrebbe causare modifiche sostanziali al loro business e alla qualità della vita. Per mitigare lo stress idrico e conseguire un servizio adeguato è necessario intervenire su più fronti: la realizzazione di investimenti è un passaggio imprescindibile, è necessario intervenire in opere che garantiscano la distribuzione spaziale e temporale della risorsa (reti, invasi...), il collettamento dei reflui, la depurazione, il riuso e il riutilizzo della risorsa e il trattamento dei fanghi. Gli investimenti si devono affiancare all'adozione di politiche mirate e all'efficientamento delle gestioni. L'Italia, con 156,5 metri cubi annui pro-capite, è il Paese dell'Unione Europea con il più alto prelievo di acqua potabile in termini assoluti e, dopo la Grecia, anche pro-capite. Dell'intero volume di acqua prelevata, però, poco meno della metà non raggiunge gli utenti finali, a causa delle dispersioni idriche complessive nei sistemi di adduzione e distribuzione. In Italia, quindi, la transizione verso un modello di economia circolare nel settore idrico passa innanzitutto per la manutenzione e l'ammodernamento della rete infrastrutturale, necessari per ridurre una mole di spreco così elevata. In secondo luogo, servono investimenti ingenti nell'ambito della depurazione delle acque reflue. Nonostante i progressi fatti negli ultimi anni, il ritardo italiano resta consistente. L'estensione del servizio di depurazione comporterebbe indubbi vantaggi diretti per l'ambiente, ma anche maggiori possibilità di utilizzare i reflui e i fanghi per produrre energia e biocomponenti. Inoltre, l'estensione del servizio di depurazione e il miglioramento della qualità dei reflui depurati attraverso l'adozione delle migliori tecnologie consentirebbe il ricorso sistematico al riciclo e al riutilizzo della risorsa. Il "ciclo chiuso" potrà ridurre il prelievo delle risorse idriche naturali superficiali e sotterranee, migliorare le situazioni di stress idrico e minimizzare l'impatto sull'ambiente. La transizione al paradigma dell'economia circolare richiede politiche mirate e investimenti pubblici e privati.

In questo quadro, qual è il ruolo dei mercati nel finanziamento del settore idrico?

La transizione richiede ingenti risorse finanziarie e lo sviluppo di forme di finanziamento innovative e flessibili.

Vale la pena ricordare che nell'attuale assetto regolatorio, la tariffa per il servizio idrico deve coprire integralmente i costi legati agli investimenti nella manutenzione e ammodernamento delle infrastrutture. Il ruolo dell'Autorità nel definire un contesto favorevole agli investimenti e al loro finanziamento è stato determinante e ha di fatto consentito negli ultimi anni l'accelerazione dei flussi di investimento, sostenuti da una regolazione incentivante. Tuttavia, il fabbisogno rimane rilevante e la quota di tariffa destinata al rientro degli investimenti è diluita nel tempo, non rendendo spesso disponibili i capitali necessari nel breve e medio periodo. Per tale ragione catalizzare investimenti finanziari del settore privato è sicuramente indispensabile. Gli investimenti nel settore si caratterizzano per ammontari elevati e tempi di rientro lunghi, ma, nello stesso tempo, presentano costi di esercizio contenuti e rischi tecnici e tecnologici modesti. I lunghi tempi di ammortamento rendono cruciale il tema della certezza e stabilità delle regole del gioco. Le possibilità per le imprese idriche di accedere al mercato dei capitali sono diverse, dai finanziamenti di tipo corporate alla finanza di progetto, fino agli strumenti finanziari innovativi, quali i mini bond, gli hydro bond e i project bond, adatti anche a imprese di dimensioni più contenute. Infine, una forma di finanziamento interessante potrebbe essere costituita dall'intervento di "capitali pazienti", quali imprese di assicurazione, fondi pensione, fondazioni bancarie e fondi sovrani. Importante e cruciale è anche il ruolo del finanziamento pubblico, che nelle aree del Paese con i deficit infrastrutturali più significativi dovrà continuare a giocare un ruolo rilevante. A frenare gli investimenti si pone la frammentazione delle gestioni. In alcuni territori emerge il permanere di una organizzazione ancora polverizzata sia in termini di frammentazione orizzontale sia in termini di integrazione verticale, e dunque di scarsa integrazione tra i vari segmenti della filiera idrica. Su questo punto l'Autorità è intervenuta a fine luglio segnalando la necessità di "intervenire a livello normativo per superare le criticità gestionali del servizio idrico e aumentarne l'efficienza, in particolare nelle regioni meridionali, anche alla luce delle opportunità e dei target fissati nel PNRR".

Quali prospettive per gli investimenti e quale ruolo per l'Europa?

L'attuale contesto è di certo molto favorevole: come già detto in questi dieci anni di attività l'Autorità ha progressivamente

definito un assetto regolatorio stabile, chiaro e in grado di incentivare gli investimenti. Parallelamente risorse fresche saranno disponibili dal Pnrr che prevede specifiche misure per il settore idrico prevedendo complessivamente 4,38 miliardi di euro, in larga parte destinati alle infrastrutture idriche per la sicurezza dell'approvvigionamento (dighe, laghi artificiali, collegamenti tra acquedotti e così via). Agli investimenti nel comparto della fognatura e depurazione vengono assegnati 600 milioni di euro, agli interventi per acquedotti e per la digitalizzazione delle reti 900 milioni. Si tratta di risorse importanti ma sicuramente insufficienti. Il fabbisogno risulta ben più elevato. Il Piano prevede anche che agli interventi di finanziamento degli investimenti si associno sia riforme per la semplificazione e la maggiore efficacia ed efficienza della spesa sia misure volte a garantire la piena capacità gestionale per i servizi idrici. Si tratta di interventi opportuni ed essenziali visto che solo l'operare sinergico di efficienza gestionale e opere infrastrutturali adeguate può portare a un efficientamento del servizio, alla chiusura del ciclo e al miglioramento dei livelli qualitativi e di copertura. Da ultimo segnale che nella Tassonomia sugli investimenti sostenibili approvata dalla Commissione europea gli investimenti del ciclo idrico sono eligible e se ne favorisce quindi il finanziamento.

INVESTMENT BANKING

(operatore anonimo)

« [...] LADDOVE C'È UNA RISORSA SCARSA, QUELLA RISORSA È PREZIOSA. SE C'È QUALCOSA DI PREZIOSO DI PUÒ RICAVARE UN RENDIMENTO. IL TEMA DELL'OTTIMIZZAZIONE DELLE RISORSE IDRICHE [...] POTRÀ DIVENTARE REALMENTE UNA FONTE DI RENDIMENTO INTERESSANTE »

Quali sono secondo lei le ragioni all'origine del distacco che evidenziamo fra investitori e settore idrico? Perché spesso non è un tema materiale per i player finanziari?

Credo che il settore idrico abbia le stesse opportunità degli investimenti sulle energie rinnovabili. Il tema idrico, come è avvenuto in passato per quello energetico, sta giungendo adesso alla luce della ribalta ma mi aspetto che nei prossimi anni diventi centrale, anche grazie alla spinta data dall'attenzione crescente nei confronti delle tematiche di sostenibilità. Faccio fatica a identificare una causa specifica di questo ritardo. Ma guardando a quanto accaduto in altri settori, presto o tardi, il settore idrico diventerà un argomento di grandissimo interesse per gli investitori.

Esiste però una differenza fra Italia e resto del mondo? C'è un ritardo specifico nel caso italiano per quanto riguarda il settore idrico? Ci sono delle ragioni strutturali a suo avviso?

Nonostante il mio sguardo sia maggiormente focalizzato sulla dimensione locale, credo che le utilities attive sul fronte delle infrastrutture idriche siano molto regolate anche in altri contesti europei, oltre a quello italiano. La vera differenza rispetto agli altri paesi è riscontrabile nella consapevolezza della rilevanza di questo tema e di questo settore. Una consapevolezza più diffusa che prima o poi arriverà anche da noi. Ci si può aspettare che nel futuro in Italia questo tema diventi centrale, considerando appunto che in Europa questo processo sta già avvenendo. Ovviamente l'appeal dell'investitore è collegato al rendimento.

C'è un problema legato al prodotto di investimento?

In parte sì, nonostante i temi ESG stiano diventando sempre più importanti per la costruzione di prodotti finanziari, la necessità di assicurare un'attrattiva sul piano dei rendimenti rappresenta un elemento cruciale.

Che ruolo possono giocare le infrastrutture?

Da questo punto di vista sta sempre di più crescendo l'interesse anche grazie all'attenzione nei confronti degli investimenti infrastrutturali. Oggi infatti una grande locomotiva che può trainare il settore idrico può essere proprio l'investimento nel comparto infrastrutturale, in termini sia pubblici che privati. La crescita dell'appetito degli investitori privati nel settore infrastrutturale può rafforzare il collegamento tra finanza e settore idrico.

Si riferisce anche al Pnrr?

Certo, soluzioni di investimento pubblico-privato, sviluppati anche a partire dal Pnrr possono giocare un ruolo chiave e rappresentare un motore cruciale di questo sviluppo, in particolare nell'ambito infrastrutturale e quindi anche nel settore idrico.

Da questo punto di vista, crede che la crescita in termini d'attenzione nei confronti dell'economia circolare (crescita anche in termini di prodotti finanziari ad hoc) possa essere un volano anche per il settore idrico?

Sicuramente può essere un volano, ma credo che il tema idrico si colleghi maggiormente alla questione degli investimenti nelle infrastrutture strategiche.

Quali sono i maggiori trend d'investimento a livello infrastrutturale?

Certamente per quanto riguarda la rete trasporti possiamo già parlare di un trend d'investimento ad uno stadio sviluppato. Quella idrica arriverà a ruota, trainata dall'attenzione rispetto ai temi di efficientamento del servizio, contenimento degli sprechi. La direzione che vedo è quella dell'auto-sostenibilità: autonomia energetica e quindi recupero e trattamento delle acque reflue, questi sono i temi del futuro.

Considera quello dell'acqua un business in grado di garantire rendimenti adeguati?

Il tema è centrale chiaramente. Laddove c'è una risorsa scarsa, quella risorsa è preziosa. Se c'è qualcosa di prezioso si può ricavare un rendimento. Il tema dell'ottimizzazione delle risorse idriche nella misura in cui diventerà centrale, allora potrà diventare realmente una fonte di rendimento interessante. Certamente tenendo conto della dimensione sociale e responsabile.

Avete come strategia quella di sviluppare policy ad hoc in determinati settori di investimento?

Ci stiamo arrivando, ma non è ancora a regime. Stiamo affinando questo approccio, ma servirà ancora tempo: parliamo di un obiettivo di medio termine.

Gli investitori con cui parlate sono interessati a questo tema?

Ti rispondo con un altro parallelismo: pensiamo all'health care. Prima della pandemia era un tema in cui si stava creando fermento, ma non era ancora così sviluppato e materiale. L'accelerata è stata data dalla pandemia. Quel trend che si sarebbe verificato ha avuto un'accelerazione clamorosa, determinato da un evento esogeno. Adesso stiamo parlando del Green Deal europeo, con un'accelerazione importante nell'agenda europea per la finanza

sostenibile. Per cui c'è un trend che sta emergendo. Oggi gli investitori raramente ci chiedono qualcosa sull'acqua: ma come negli esempi che ho fatto esistono delle nicchie che possono attivarsi e crescere improvvisamente anche grazie ad episodi inaspettati. In generale però la prospettiva appare promettente. Chiaramente non ci dobbiamo augurare eventi catastrofici come la pandemia per attendere lo sviluppo di determinati mercati.

Avete un dialogo con le utilities sul fronte idrico o su quello dell'economia circolare?

Abbiamo relazioni con aziende attive sul fronte idrico. L'obiettivo è quello di portare l'appetito degli investitori verso questi settori ancora di nicchia. Bisogna tirar fuori progetti e proposte interessanti sul piano della sostenibilità e delle prospettive di reddito.

Quanto incide l'identità ESG dell'azienda per le scelte di investimento? Nel settore idrico il profilo di sostenibilità può incidere maggiormente negli investimenti?

Direi di sì, i framework ESG sono sviluppati e integrati: non c'è ancora una totale convergenza, c'è ancora un margine di flessibilità. Siamo molto avanti, ma non esiste un'identità assoluta. A livello di framework però la sostenibilità è già integrata. Non è ancora diventata un elemento core. Il fatto che si sia sviluppato un paradigma di allineamento è già un grande risultato, in ogni caso. La due diligence ad esempio ormai è una carta di identità richiesta da parte degli investitori.

FONTI E BIBLIOGRAFIA

ARERA 2016, Annual Report: https://www.arera.it/it/inglese/annual_report/relaz_annuale.htm

Blue Book 2021. I dati del servizio idrico integrato. Utilitatis: <https://www.utilitatis.org/my-product/blue-book-2021/>

Direttiva (UE) 2020/2184 del parlamento europeo e del consiglio

Direttiva 2000/60/ce del parlamento europeo e del consiglio

Istat 2020, Censimento delle acque 2018: <https://www.istat.it/it/files/2020/12/StatReport-Cens-Acque2018.pdf>

OCSE 2020. Financing Water Supply, Sanitation and Flood Protection. Challenges in EU Member States and Policy Options. Country Report, Italy.

Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza 2021: <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>

The Shape of Water Infrastructure, How Governance, Regulation and Private Capital May Help Address The Global Water Security Challenge, Dws Group

B20 POLICY PAPER ENERGY & RESOURCE EFFICIENCY
https://www.b20italy2021.org/wp-content/uploads/2021/10/B20_EnergyResEff.pdf

NOVEMBRE 2021